



دليل المستثمر لتمويل الشركات



Funding for this publication provided by
the United States Agency for International Development
through the Capital Markets Development Project,
implemented by Chemonics International Inc.



دليل المستثمر لتمويل الشركات



Funding for this publication provided by
the United States Agency for International Development
through the Capital Markets Development Project,
implemented by Chemonics International Inc.

مقدمة

تأسست الجمعية المصرية للأوراق المالية عام ١٩٩٦ كمنظمة لا تستهدف الربح تمثل معظم العاملين في مصر في مجال شركات أنشطة الأوراق المالية وبنوك الاستثمار وأمناء الحفظ بهدف إعداد وتطوير المعايير المهنية والأخلاقية الحاكمة لأداء العاملين في تلك المجالات، ولكي تعمل كحلقة وصل بين هذه المهنة وبين المتعاملين بسوق المال، كما تعمل على تنسيق جهود العاملين في مجال الأوراق المالية لتطوير السوق بالمشاركة مع هيئة سوق المال وبورصتي القاهرة والإسكندرية وشركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي.

وتقوم الجمعية بجهود عديدة لمساعدة أعضائها في تطوير وتقديم خدمات عالية الجودة للمستثمرين، وقد قدمت عددا من المطبوعات - كخدمة عامة - لمساعدة صغار المستثمرين في التعرف على سوق الأوراق المالية في مصر وكيفية الاستعداد للاستثمار واختيار أدواته المناسبة وكيفية إدارة تلك الاستثمارات. كما قامت بإصدار دليل المستثمر لقراءة القوائم والتقارير المالية.

واستكمالاً لهذه الجهود، فإن الجمعية تقدم هذا الدليل كمرشد مبسط للمستثمر الذي يعتزم القيام باستثمار مباشر في إنشاء شركة إنتاجية أو خدمية. فيشرح كيفية تدبير التمويل اللازم للشركات من خلال سوق المال وغيره من المصادر التمويلية. ويتضمن شرحاً مبسطاً للبدائل التمويلية المختلفة وكيفية تقييمها والمفاضلة بينها وتقييم تأثير كل منها على نمو الشركة وقيمة حقوق المساهمين بها.

ويأتى هذا الدليل كنمرة للجهد المشترك بين الجمعية ومشروع تنمية الأسواق المالية (الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية). ويعرض صورة عامة للموضوعات التي يغطيها ومن هنا فإنه لا يعتبر مرجعاً فنياً أو إصداراً رسمياً.

محتويات الدليل

يعرض الفصل الأول

صورة عامة لمصادر التمويل المختلفة التى تستخدمها الشركات فى تمويل مشروعاتها الاستثمارية وخصائص كل من هذه المصادر.

أما الفصل الثانى

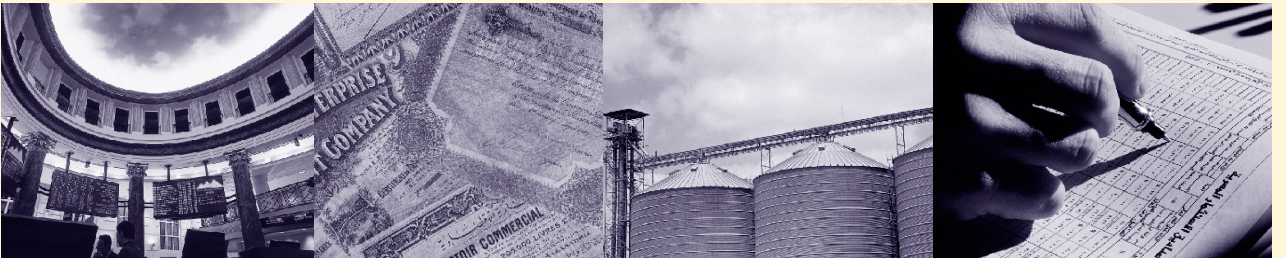
فيشرح كيفية دراسة وتقييم المشروعات الاستثمارية والمفاضلة بينها وتقدير التمويل اللازم لها من خلال إعداد ما يسمى بالموازنة الرأسمالية.

ويهتم الفصل الثالث

ببيان أساليب قياس تكلفة مصادر التمويل المختلفة وأثر كل منها على قيمة الشركة وحقوق المساهمين بها.

ويتناول الفصل الرابع

كيفية تحديد مصادر التمويل طويلة الأجل والمفاضلة بينها لاختيار الهيكل التمويلي الأمثل.





الفصل الأول

مقدمة فى تمويل الشركات

- ٥ • مصادر التمويل الأساسية
- ٥ • مزايا وعيوب البدائل التمويلية
- ٨ • طبيعة مصادر التمويل
- ١٦ • مفهوم تمويل الشركات
- ١٧ • الأدوات المالية التى يعتمد عليها تمويل الشركات
- ٢٠ • الصورة الإجمالية لتمويل الشركات

إذا كنت تمتلك منشأة فردية أو شركة توصية بسيطة أو تضامن أو ذات مسؤولية محدودة وتود أن تجرى بعض التوسعات في مشروعك قد تتضمن على سبيل المثال تقديم منتج جديد أو استحداث خدمة أو تحسين نوعية النشاط ولكنك في نفس الوقت قد استنفذت في مشروعك القوائم جميع مدخراتك أنت وأسررتك، فهل تعلم أن هناك مصادر تمويل أخرى يمكنك الاعتماد عليها دون الحاجة إلى بيع ممتلكاتك الخاصة أو ممتلكات زوجتك وأولادك؟ ودون الاستدانة من أقاربك؟ أو حتى اللجوء إلى وسيلة التمويل الكلاسيكية الأكثر شيوعاً في ثقافتنا المحلية وتتمثل في الاقتراض من البنوك؟ أخذاً في الاعتبار صعوبة الحصول على قروض مصرفية لشركة صغيرة في مثل حجم شركتك.

والسؤال الذي ستطرحه الآن هو: ما هي مصادر التمويل الأخرى المتوفرة؟

مصادر التمويل الأساسية

إن أساليب التمويل لأي شركة - بصفة عامة - إما أن تكون عن طريق حقوق الملكية (أي زيادة أسهم رأس المال أو من خلال التمويل الذاتي) أو عن طريق الاستدانة (والتي تكون في هيئة قروض مصرفية أو سندات تصدر من خلال سوق المال).

وحتى تتمكن من اتخاذ قرار التمويل الأمثل يجب المفاضلة بين أسلوبى التمويل المشار إليهما. ويتم ذلك بعد التعرف على مزايا وعيوب البدائل التمويلية المختلفة.

مزايا وعيوب البدائل التمويلية

- ويستدعى الأمر هنا توضيح الفروق بين كل من حقوق الملكية والاقتراض، ونلخصها في النقاط التالية:
- يمثل الاقتراض نوعاً من المطالبة من قبل أصحاب الدين للمنشأة لسداد تعاقد بينهما أو أداء التزام يتم عادة في صورة فوائد مع أصل القرض. أما أصحاب حقوق الملكية فيخصصهم ما تبقى من التدفقات النقدية بعد سداد كافة الالتزامات المتعاقد عليها.
 - للاستدانة أو لأصحاب القرض أو الدين الأولوية في الحصول على مستحقاتهم في حالة تصفية المنشأة قبل أصحاب حقوق الملكية.
 - لا يتم دفع ضرائب على مصروفات خدمة الدين - والتي تتمثل في الفوائد على الأموال المقترضة - فيتم خصمها من الوعاء الضريبي بينما لا ينطبق ذلك على توزيعات الأرباح للملاك كما سيتم التوضيح لاحقاً.
 - للاقتراض عمر محدد ينتهى بسداد أصل القرض بينما تستمر حقوق الملكية بالشركة ولا ينتهى عمرها إلا بانتهاء عمر الشركة نفسها.
 - أصحاب حقوق الملكية لهم حق التصويت في الجمعية العمومية وانتخاب مجلس الإدارة وقد يكون لهم نوعاً من التدخل في قرارات إدارة الشركة بينما يكون للمقرضين دوراً محدوداً لا يتعدى مراجعة بعض القرارات المالية طبقاً لما يتم التعاقد عليه.

ويلخص الجدول التالي مزايا وعيوب كل من بدلي التمويل السابقين:

أولاً: حقوق الملكية

مزايا حقوق الملكية	عيوب حقوق الملكية
<ul style="list-style-type: none"> ● لا يوجد دفعات سداد ثابتة مستحقة للمساهمين على المنشأة حيث تتم توزيعات الأرباح طبقاً للنقدية المتاحة وقد لا يتم توزيع أرباح من الأساس في حالة تعذر ذلك. ● لا يتم استرداد رأس المال المدفوع. ● ارتفاع نسبة حقوق الملكية تؤدي إلى ارتفاع الملاءة الائتمانية للمنشأة*. 	<ul style="list-style-type: none"> ● إصدار أسهم جديدة من نفس النوع قد يؤدي إلى انخفاض عائد السهم. ● مصروفات إصدار الأسهم تعتبر مرتفعة مقارنة بالمصروفات الإدارية للاقتراض. ● زيادة نسبة حقوق الملكية في الهيكل التمويلي للمنشأة يؤدي إلى رفع تكلفة التمويل – كما سيتم التوضيح لاحقاً في الفصل الثالث. ● زيادة رأس المال عن طريق دعوة شركاء جدد للمساهمة قد يؤدي إلى انخفاض حصة الشركاء القدامى. ● لا تحقق توزيعات الأرباح على المساهمين أى وفورات ضريبية للمنشأة.

* الملاءة الائتمانية للمنشأة: قدرة المنشأة على الوفاء بكافة التزاماتها في وقتها وبصورة منتظمة.

ثانياً: الاقتراض

مزايا الاقتراض	عيوب الاقتراض
<ul style="list-style-type: none"> ● يتميز بتكلفة تمويل منخفضة حيث أن مصروفات خدمة الدين معفاة من الضرائب. ● يعتبر مصدر تمويل مؤقت يمكن سداده والتخلص من أعبائه في أى وقت. ● لا يؤدي إلى انخفاض عائد السهم بل إلى العكس في بعض الأحيان. ● لا يعطى للطرف المقرض حق التدخل في إدارة الشركة. ● يمكن تكييف شروط السداد مع التدفقات النقدية المتوقعة. 	<ul style="list-style-type: none"> ● يتم الالتزام بسداد مصروفات خدمة الدين بصرف النظر عن تحقيق الشركة أرباح من عدمه. ● له عمر محدد يجب في نهايته سداد أصل القرض. ● يؤدي إلى رفع المخاطر الخاصة بالمنشأة وهي ما يطلق عليها المخاطر المالية. ● أولوية في السداد في حالة التصفية.

وفى ضوء الاستعراض السابق يتضح خطأ المفهوم السائد بأن تمويل الاستثمارات الإضافية عن طريق زيادة رأس المال أفضل لأنه لا يحمل المنشأة فوائد مباشرة على رأس المال المدفوع والحقيقة ان التمويل عن طريق الاقتراض أفضل من زاوية أنه يخفض تكلفة التمويل، فمصروفات خدمة الدين تضاف إلى باقى المصروفات وتؤدى بالتالى إلى تحقيق وفورات ضريبية. ولكن يجدر التنويه فى هذا الصدد إلى أن هذه الأفضلية بالنسبة للتمويل عن طريق الاقتراض لا تنطبق فى حالة تمتع المنشأة بإعفاءات ضريبية.

ولكن ... يجب أن تحذر من التوسع فى الاقتراض فكلما توسعت فى الاقتراض كلما ارتفعت المخاطر المرتبطة بشركتك من وجهة نظر الجهة المقرضة، مما يدفعها إلى رفع سعر الفائدة فى حالة طلبك لقروض جديدة. ويعرض التوسع فى الاقتراض شركتك أيضاً لمخاطر الإفلاس، فزيادة الديون تعنى ارتفاع عبء الفوائد المستحقة كما تحتم ضرورة تدبير قدر أكبر من الأموال لسداد الدين عندما يحل تاريخ استحقاقه.

ولكنك فى نفس الوقت قد تتخوف من زيادة رأس مال شركتك من خلال إصدار أسهم جديدة وطرحها فى سوق المال، لأن ذلك سيأتى بمساهمين جدد قد يتدخلون فى الإدارة ويتحكمون فى قراراتك على عكس ما تعودت عليه فى السابق.

فالسهم يمثل سند ملكية فى رأس مال الشركة وتقاس حصته من رأس المال بقيمته الاسمية. وقد حدد القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وكذلك القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ حقوق حامل السهم بصفة أساسية فى الحصول على أرباح النشاط، وحضور الجمعيات العمومية للشركة وحق التصويت على قرارات الجمعية العامة، بالإضافة إلى مجموعة أخرى من الحقوق تهدف بصفة أساسية إلى حماية المستثمرين وحملة الأسهم.

وعلى الرغم من ذلك يمكنك أن تظل صاحب القرار الأول فى شركتك إذا احتفظت بنسبة تمثل الأغلبية فى رأس المال وبذلك يبقى زمام الأمور فى يدك.

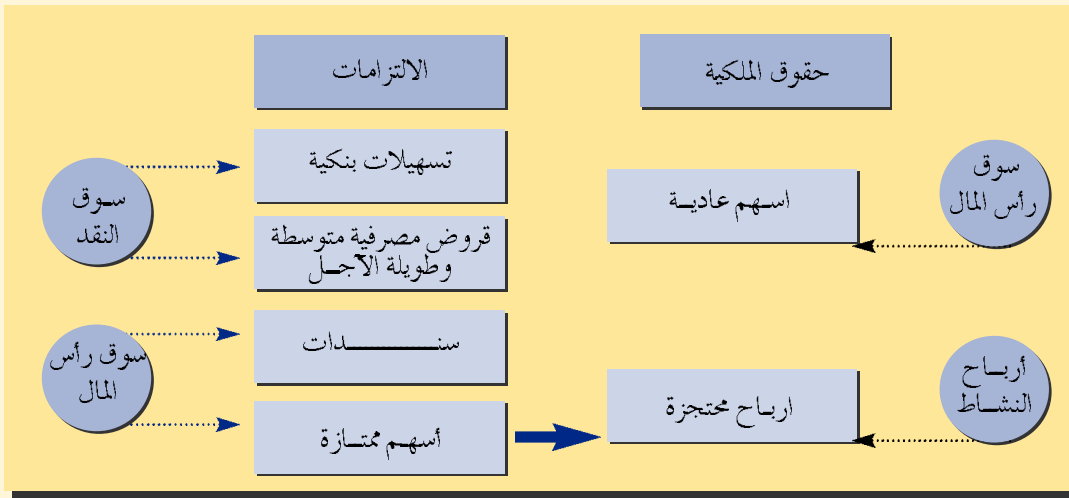
ولكن فى الوقت نفسه عليك أن تعلم أنه طبقاً للاتجاه الحديث "لحوكمة الشركات" يجب أن يراعى كل من أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين مصالح الشركة والمساهمين فيها بصرف النظر عما إذا كان هؤلاء المساهمين يمثلون أغلبية أو أقلية.

والآن عزيزى القارئ عليك قبل أن تتخذ قرار التمويل السليم التعرف على طبيعة مصادر التمويل المختلفة.

طبيعة مصادر التمويل

ينبغى أولاً أن نتعرف على مصادر التمويل المتاحة طبقاً لأجلها والطبيعة الخاصة المميزة لكل منها إضافة إلى العوامل المؤثرة فى تكوينها.

و يوضح الشكل التالى مصادر التمويل المختلفة المتاحة للشركات ومصادر الحصول عليها:



ويظهر الجانب الأيسر من الشكل مصادر التمويل الخارجية مرتبة وفقاً لدرجة الالتزام على الشركة فنرى أن التمويل قصير الأجل (المصرفى) يمثل الالتزام الرئيسى على الشركة بينما تمثل الأسهم الممتازة أقل درجات الالتزام كما سيتم التفصيل لاحقاً. ومن الأهمية الإشارة إلى أن درجة الالتزام للمصدر التمويلي تمثل أحد العوامل المهمة التى يتم مراعاتها عند التفكير فى استخدام مصادر التمويل وحساب التكلفة والعائد منها.

وتنقسم مصادر التمويل إلى مصادر قصيرة وطويلة الأجل طبقاً لما يلى:

١- مصادر التمويل قصيرة الأجل

يغطى التمويل قصير الأجل عادة فترة أقل من سنة ويعتمد عليه فى ضوء الحاجة الموسمية للأموال طبقاً لطبيعة النشاط، وهو بذلك يتميز عن استخدام مصادر التمويل طويلة الأجل التى قد تؤدى إلى وجود أموال معطلة لمدد زمنية متفاوتة مما قد يؤثر بالسلب على الربحية.

ويتميز هذا التمويل بأنه لا يتيح تدخلاً أو تأثيراً من قبل الدائنين على الإدارة (إلا فى حالات التعثر الواضحة) ولكنه قد يهدد سلامة المنشأة فى حالة عدم توافر السيولة اللازمة لسداد هذا التمويل عند استحقاقه.

وسوف نتعرض لتعريف أهم مصادر التمويل قصير الأجل وهى الائتمان المصرفى والائتمان التجارى والدفعات المقدمة.

١-١ الائتمان المصرفى

يقصد بالائتمان المصرفى القروض قصيرة الأجل التى تحصل عليها المنشأة من البنوك. ومن عيوب الائتمان المصرفى ارتفاع التكاليف الإدارية التى تتحملها المنشأة فى سبيل تدبيره.

ويتخذ الائتمان المصرفى أحد صورتين، الأولى فى شكل مبلغ إجمالى تحصل عليه الشركة دفعة واحدة ويسدد فى شكل أقساط وفوائد فى تواريخ متفق عليها. والثانية فى شكل مبلغ إجمالى يمثل حداً أقصى لما يمكن أن تحصل عليه الشركة خلال فترة يتفق عليها، وهو ما يطلق عليه بالسقف الائتمانى أو السحب على المكشوف.

٢-١ الائتمان التجارى

يعتبر الائتمان التجارى أحد صور التمويل قصير الأجل الذى تحصل عليه الشركة من الموردين، وعادة ما يكون فى شكل تسهيلات تتعلق بتأجيل سداد قيمة المشتريات من السلع والمواد الأولية والمواد الخام التى تحتاجها الشركة للتشغيل. وغالباً أيضاً ما تعتمد المنشآت الصناعية والتجارية على هذا النوع من التمويل فى نشاطها بالمقارنة مع استخدامها الأنواع الأخرى من التمويل قصير الأجل وبصفة خاصة الائتمان المصرفى.

ويعرف الائتمان التجارى بأنه مصدر من مصادر التمويل التلقائى للنشاط نظراً لطبيعته المتغيرة فهو عادة ما يزيد وينقص مباشرة مع التقلبات فى حجم النشاط طبقاً لموسمية الصناعة وعوامل السوق المختلفة، بمعنى أنه يتاح بالقدر الملائم فى الوقت المناسب.

٣-١ الدفعات المقدمة

تحصل بعض المنشآت على تمويل من العملاء فى صورة دفعات تحت الحساب بمجرد التعاقد وقبل تسلمهم البضاعة المطلوبة بمدة تتحدد وفقاً لطبيعة الصناعة. وينتشر استخدام هذا المصدر فى الصناعات التى تتسم بطابع الإنتاج بالطلبية وفى مجال المقاولات. وتعتبر الدفعات المقدمة من أرخص مصادر التمويل على الإطلاق حيث أنها لا تضيف أية تكاليف على المنشأة مقابل استخدامها هذه الأموال.

٢- مصادر التمويل طويلة الأجل

تغطى مصادر التمويل طويلة الأجل فترة أطول من سنة، وتمثل هذه المصادر ما يسمى بهيكل رأس المال.

١-٢ حقوق الملكية

تمثل حقوق الملكية أهم مصدر من مصادر التمويل للشركات، وتنقسم إلى رأس المال والتمويل الذاتى.

١-١-٢ رأس المال

يعتبر رأس المال المصدر الأساسى للتمويل فى بداية حياة المنشأة، ويمثل أهم مصدر للتمويل طويل الأجل سواء بالنسبة للمشروعات الفردية أو شركات الأشخاص وبالطبع فى حالة المشروع الفردى فإن مالكة يقدم رأس المال بكامله، أما بالنسبة لشركات الأشخاص والشركات ذات المسئولية المحدودة فالشركاء يساهمون فى تقديم رأس المال كل حسب حصته المقررة.

أما بالنسبة للشركات المساهمة، والتي تعتبر الأكثر قدرة على تجميع رؤوس الأموال، فإن رأس المال يوزع على عدد من الحصص المتساوية لا تقل كل منها عن قيمة معينة ويطلق عليها لفظ "الأسهم العادية"، وقد يتم عرضها للبيع لأشخاص وشركات محددة فيما يعرف بالطرح الخاص أو لجمهور غير محدد سلفاً فيما يعرف بالطرح العام.

تعريف القيم المختلفة للسهم العادى

القيمة الاسمية: هي القيمة المحددة للسهم عند إصداره والتي يحددها عقد تأسيس الشركة.

القيمة الدفترية: مجموع القيم الدفترية لحقوق حملة الأسهم العادية لدى الشركة مقسوماً على المعادل لعدد الأسهم العادية المدفوعة بالكامل.

وتعرف مجموع القيم الدفترية لحقوق حملة الأسهم العادية بأنها جملة القيم الدفترية لحقوق المساهمين مخصوصاً منها حقوق حملة الأسهم الممتازة لدى الشركة.

ويقصد بالمعادل لعدد الأسهم العادية المدفوعة بالكامل إجمالي عدد الأسهم العادية المدفوعة بالكامل مضافاً إليها نسبة من الأسهم المصدرة والغير مسددة بالكامل بقدر نسبة ما تم سداده منها.

القيمة السوقية: هي القيمة التي يمكن الحصول عليها من بيع الأسهم في سوق الأوراق المالية وهي تتحدد وفقاً لتفاعلات العرض والطلب في سوق المال بالإضافة إلى عوامل أخرى.

القيمة العادلة: هي القيمة التبادلية لأصل معين بين بائع ومشترى كل منهما لديه الرغبة في التبادل وعلى بينة من الحقائق ويتعاملان بإرادة حرة.

والقيمة التي يحملها السهم عند إصداره تسمى بالقيمة الاسمية. وللأسهم العادية مجموعة من المزايا والعيوب بالنسبة لحاملها، وتتمثل مزاياها في:

- الحق في نقل الملكية سواء بالبيع أو بالتنازل بسهولة وفي وقت قصير
- حق الحصول على نصيب من الأرباح المقررة عن الفترة
- تحمل مسئولية محددة بحصة حامل السهم في رأسمال الشركة
- حق التصويت في الجمعيات العمومية
- حق الأولوية في شراء الأسهم الجديدة
- حق التفويض.

وتتمثل عيوب السهم العادى في عدم جواز رجوع حامل السهم على الشركة المصدرة لاسترداد قيمته، وإنما يضطر إلى عرضه للبيع في سوق المال، كما أنه في حالة إفلاس الشركة المصدرة ليس هناك ما يضمن تمام استرداده للقيمة التي سبق له أن اشترى بها السهم سواء عند إصداره أو من السوق الثانوية (سوق التداول). وقد يصل الأمر إلى عدم تمكنه من الحصول على أى شئ على الإطلاق. كذلك فإنه ليس من حق حامل السهم العادى المطالبة بجزء من أرباح الشركة طالما لم تقرر جمعيتها العمومية توزيع أرباح.

وفيما يخص الشركة المصدرة، تمثل الأسهم العادية أحد أهم مصادر التمويل طويل الأجل الدائمة وتنطوى على العديد من المزايا من ضمنها عدم الالتزام بإجراء توزيعات - حتى في السنوات التي تحقق الشركة فيها أرباحاً من النشاط - بالإضافة إلى أن إصدار المزيد من الأسهم العادية يقلل من الاعتماد على الأموال المقترضة من البنوك، ويؤدى ذلك إلى زيادة حجم القدرة الاقتراضية للشركة في المستقبل وخفض المخاطر المتعلقة بالاقتراض.

٢-١-٢ التمويل الذاتي

يقصد بالتمويل الذاتي تمويل الاحتياجات الاستثمارية للشركة باستخدام الأرباح المحتجزة والاحتياطيات التي تم تراكمها من خلال ممارسة النشاط الخاص بالمنشأة ولم يتم توزيعها على المساهمين.

ويجدر الإشارة إلى أنه ينبغي أن يكون هناك توازن بين سياسة التوزيع واحتجاز الأرباح مراعاة لرغبات المساهمين على كل من المدى القصير والطويل. فسياسة التوسع في التوزيع النقدي تعنى انخفاض القدر المحتجز لاعتبارات النمو المستقبلية وبالتالي انخفاض معدل النمو المتوقع، ومن ثم انخفاض سعر أسهم المنشأة في السوق على المدى الطويل.

وفي الوقت نفسه يجب التأكد من أن الإدارة ستتمكن من استثمار الأرباح المحتجزة بمعدل عائد أعلى من المعدل الذي يمكن للمساهم أن يحققه من خلال فرص استثمارية أخرى مماثلة في درجة المخاطر، في حالة ما لو كان قد استلم هذه الأرباح المحتجزة في صورة توزيعات نقدية، مع مراعاة التكاليف التي يتحملها المساهم في سبيل الاستثمار في فرصة بديلة أخرى.

٢-١-٣ الأسهم الممتازة

هي أحد مصادر التمويل الخارجية المهمة التي تعتمد عليها الشركات في بعض الأحيان لتوفير قدر محدد من التمويل بشروط تتوافق ورغبة الشركة المصدرة لها. ويتعين طبقاً للقواعد والأحكام الخاصة بإصدار هذا النوع من الأسهم أن يكون قد تضمن النظام الأساسي للشركة عند تأسيسها ما يفيد بجواز إصدار أسهم ممتازة وكافة شروطها وامتيازاتها.

والسهم الممتاز يشترك مع السهم العادي في كونه جزء من حقوق ملكية الشركة، ويتمثل معه في أن له قيمة اسمية وقيمة سوقية، غير أن السهم الممتاز لا يتمتع بنصيب في الاحتياطيات والأرباح المحتجزة، ومن ثم فإن القيمة الدفترية للأسهم الممتازة تتمثل في قيمتها كما تظهر في سجلات الشركة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة أي أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز هي ذاتها القيمة الاسمية له.

ولصالح السهم الممتاز أولوية أو امتياز على حملة الأسهم العادية في الحصول على حقوقه عند التصفية وفي التوزيعات الممتازة، وتتحدد بنسبة مئوية ثابتة تسد سنوياً من صافي ربح الشركة قبل إجراء التوزيعات على الأسهم العادية.

وعلى هذا يمكن النظر إلى الأسهم الممتازة باعتبارها مصدراً للتمويل يمزج بين الأسهم العادية والدين، فيشابه الأول في كونه جزء من رأس المال ويشابه الأخير في أنه يرتب التزاماً على الشركة وأجب السداد في حالة تحقيق الأرباح.

ولكن يلاحظ أن مدفوعات الفائدة لأصحاب الدين تعتبر من المصروفات التحميلية التي تخصم من الوعاء الخاضع للضريبة وتحقق بالتالي وفورات ضريبية، في حين تعد المدفوعات لحملة الأسهم الممتازة توزيعاً للأرباح ولا يمكن خصمها قبل التوصل إلى الوعاء الضريبي وبالتالي لا يتحقق من ورائها أى وفورات ضريبية.

وعليك أن تعلم أن امتياز أصحاب الأسهم الممتازة لا يقف في بعض الأحيان عند أسبقية الحصول على الأرباح وعلى الحقوق عند التصفية (مقارنة بالأسهم العادية) بل يمتد ليشمل امتيازات أخرى تتوقف على نوعية الأسهم الممتازة مثل:

- الأسهم المجمعة للأرباح
- أسهم لها حق المشاركة في الأرباح
- أسهم لها حق التصويت
- أسهم قابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

ونورد فيما يلي بعض الخصائص العامة التي قد تتميز بها الأسهم الممتازة مع الأخذ في الاعتبار أنه ليس بالضرورة أن تتوافر تلك الخصائص مجتمعة في السهم الممتاز، وإنما قد يتوافر بها خاصية أو أكثر وفقاً لشروط طرح تلك الأسهم كما تحددها الشركة المصدرة:

أ - قابلية السداد:

تتمتع بعض الأسهم الممتازة بقابلية السداد وتعطى تلك الخاصية الحق للشركة المصدرة -وقتما تشاء - في أن تسدد لمالك السهم قيمته بسعر معين يتحدد في تاريخ الإصدار منهية بذلك علاقة الملكية في الشركة.

وقد يتعرض حامل هذه النوعية من الأسهم لتحقيق خسائر مالية نتيجة ممارسة الشركة المصدرة لهذا الحق ويصفة خاصة إذا كانت الشركة تتمتع بعوامل النمو والربحية. ولهذا السبب فإن الأسهم الممتازة ذات القابلية للسداد تتمتع بمعدل عائد يزيد عن العائد على الأسهم التي لا تتوافر بها هذه الخاصية.

ب - قابلية التحويل لأسهم عادية:

تتمتع بعض الأسهم الممتازة بحق المساهم في تحويل أو تبديل أسهمه الممتازة بأسهم عادية تصدرها الشركة بناءً على معدل تحويل معين أو سعر محدد سلفاً عند الإصدار، وهذه الأسهم تكون مفضلة من جانب المستثمرين لأنها تحقق لهم ميزة التمتع بأفضلية توزيع الأرباح مع إمكانية تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية إذا ما حققت الشركة طفرات في الأداء تجعل من مصلحتهم الاتجاه نحو التحويل. ومن المزايا الأخرى لهذه النوعية من الأسهم أنه يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية في حالة ارتفاع السعر السوقي للأسهم العادية للشركة.

ج - قابلية جميع الأرباح:

تتمتع الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح بضمان حق المساهم في الحصول على جميع التوزيعات المقررة للسهم بما فيها السنوات السابقة التي لم يعلن فيها عن توزيع أرباح. ويطلق على هذه الأرباح "توزيعات الأرباح المتأخرة".

ويأتى ذلك بخلاف الأسهم الممتازة غير المجمعة للأرباح والتي لا يشترط حصولها على الربح المقرر في كل عام إلا إذا أعلنت الشركة عن توزيع أرباح.

د - قابلية المشاركة في الأرباح:

تتمتع الأسهم الممتازة في بعض الأحيان بميزة إضافية تتمثل في منحها حق مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة بعد توزيع معدل الربح المتفق عليه للأسهم الممتازة وعليه فإما أن تكون الأسهم الممتازة مشاركة بالكامل في الأرباح إذا ما تقرر لها نصيب في الأرباح الموزعة مساو تماماً للموزع على الأسهم العادية أو قد تكون مشاركة جزئياً في الأرباح.

وإذا كان للأسهم الممتازة كل هذه المزايا بالنسبة لملاكها، فإنها لا تخلو من العيوب من وجهة نظر الشركة المصدرة وأهمها ارتفاع تكلفتها نسبياً مقارنة بتكلفة الاقتراض ويرجع ذلك بصفة أساسية إلى سببين:

- أن توزيعات الأسهم الممتازة - علي عكس فوائد القروض - لا تخصص من صافي الربح قبل الضرائب، بينما تخصص الفوائد على القروض كمصروف قبل الضرائب، وبالتالي ينخفض الربح الخاضع للضريبة والضريبة المستحقة، ومن ثم لا تحقق المؤسسة أية وفورات ضريبية من التمويل باستخدام الأسهم الممتازة.

- أن الأسهم الممتازة تأتي في المرتبة الثانية بعد القروض المصرفية والسندات من حيث أولوية السداد في حالة التصفية، لذلك فإنها تتعرض لمخاطر أكبر من باقي المقرضين، ومن ثم فإن المستثمر في الأسهم الممتازة يطلب عائداً أعلى - حيث أن العلاقة طردية بين العائد والمخاطر كما سنوضح لاحقاً في الفصل الثالث - وعلى الشركة المصدرة أن تتحمل هذا العائد.

٢-٢ الديون

تنقسم الديون طويلة الأجل بصفة عامة إلى قروض مصرفية وسندات:

٢-٢-١ القروض المصرفية

يتم تقديم هذه القروض من البنوك إلى العملاء لمدة تزيد عن العام وقد تمتد لتصل إلى عشرة أعوام ونادراً ما تزيد عن ذلك. وفي معظم الحالات يتم سداد القرض في صورة أقساط دورية منتظمة تتماشى مع قدرة التدفق النقدي للشركة المقترضة على خدمة الدين.

٢-٢-٢ سندات الشركات

تمثل السندات تعاقدًا على الإقراض والاقتراض بين طرفين هما مصدر السند (المقترض) ومشتري السند (المقرض). ويتعهد المقترض من خلال عقد السند بالوفاء بالالتزامات التالية:

(أ) أن يسدد لحامل السند كامل القيمة الاسمية له في تاريخ الاستحقاق.

(ب) يسدد عائد دوري لحامل السند في مواعيد محدد و بمعدل معين يتم الاتفاق عليه كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند (كوبون).

وقد تكون هناك بعض الأحكام الاختيارية نذكر منها على سبيل المثال:

- حق السداد المعجل وبموجبه يحق لمصدر السند استدعاء جزء أو كل الإصدار للسداد المعجل في تواريخ سداد الكوبونات تحقيقاً للمزايا التالية:
 - تقليل حجم الدين وخدمته
 - إصدار سندات أخرى بشروط أفضل للشركة المصدرة.
- اشتراط تكوين احتياطي لضمان سداد قيمة السندات في موعد استحقاقها وذلك حتى لا تفاجئ المنشأة بعدم توافر نقدية للسداد في تاريخ الاستحقاق.

تتضمن نشرة الاكتتاب كافة الشروط التي ترتبط بالسند وتعتبر وثيقة السند. ويتم بعد طرح السندات وتغطيتها والاكتتاب فيها إنشاء جماعة حملة السندات الذين يتولون اختيار وكيل لحملة السندات ليمثلهم في المفاوضات مع الشركة المقترضة ويتولى الإشراف على قيام الشركة بتنفيذ التزاماتها كما يكون له حق اتخاذ الإجراءات القانونية للحصول على حقوق حملة السندات.

وللسندات أنواع متعددة تغطي رغبات كافة المستثمرين فالمستثمر الذي يرغب في الحصول على عائد ثابت يجد ضالته في السندات وكذلك قد يتجه إليها أيضاً من ينشد تحقيق أرباح رأسمالية فالقيمة السوقية للسند قد ترتفع عن قيمته الاسمية إذا انخفضت أسعار الفائدة في السوق أو تحسن المركز المالي والملاءة المالية للشركة المصدرة.

ونورد فيما يلي بعض الأنواع الشائعة للسندات علماً بأن سوق الإصدارات المصري قد اقتصر على بعض هذه الأنواع فقط ويمكن تصنيف السندات بصفة عامة من حيث:

أ. الضمان:

- سندات مضمونة: وهي سندات يتم إصدارها بضمان أو برهن بعض أصول الشركة، وفي بعض الأحيان تصدر بضمان طرف ثالث.
- سندات غير مضمونة: وهي سندات يتم إصدارها بدون أى ضمانات وتأتى فى أولوية السداد بعد استيفاء السندات المضمونة.

ب. من حيث التسجيل:

- سندات اسمية: ويظهر أسم مالكيها على صك السند ويحق له وحده الاستفادة من عائدته و التعامل عليه بالبيع و الشراء باسمه.
- سندات لحاملها: يتم إصدارها بدون اسم المالك، وبالتالي فإنها تعامل معاملة المنقول فيتمتع حاملها بكافة الحقوق الخاصة بها وفقاً لشروط الإصدار وعلى رأسها استلام العائد الدورى.

ج. من حيث توقيت السداد:

- سندات محددة المدة: يتم سداد القيمة الاسمية لها فى تاريخ واحد ومحدد سلفاً عند الإصدار.
- سندات تسدد تدريجياً: ويمكن أن نميز فى إطارها نوعين من السداد:
 - سندات متسلسلة: وهى التى يتم إصدارها فى تاريخ واحد وتستحق فى تواريخ مختلفة.
 - سندات السلاسل: وتصدرها الشركة فى إصدارات منفصلة تستحق آجالها فى تواريخ متباينة وإن كانت تشملها وثيقة أساسية واحدة.

د. من حيث درجة الأولوية فى السداد:

- يقسم هذا التصنيف السندات إلى سندات ممتازة وسندات ثانوية.
- وتمثل السندات الثانوية ديناً أقل من الدين الممتاز فى حالة تصفية الشركة فلا يحصل حاملها على مستحقاتهم إلا بعد الانتهاء من الوفاء بمستحقات الدائنين الممتازين.

هـ. من حيث قابلية التحول:

- هناك سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية وهى تمنح حاملها الحق فى تحويلها إلى أسهم فى الشركة المصدرة وذلك بمعدل معين يتم تحديده وإعلانه ضمن شروط الإصدار.

و. من حيث العائد:

- سندات ذات عائد محدد (عائد ثابت): و تقوم الشركة المصدرة لها بتوزيع كوبونات نقدية ثابتة القيمة على حاملها فى مواعيد سنوية تحددها شروط الإصدار.
- سندات ذات عائد متغير: وتمنح حاملها كوبونات نقدية متغيرة القيمة ترتبط بمتغير معين كمتوسط العائد على أذون الخزانة أو الودائع لفترة مماثلة لمدة السند يضاف إليه هامش أو علاوة ثابتة تحدد نسبتها شروط الإصدار.
- سندات بدون عائد : وتسمى سندات الخصم أو السندات الصفرية حيث لا تقوم الشركة المصدرة لها بتوزيع كوبونات دورية وفى المقابل يتم بيع السند عند إصداره بأقل من قيمته الاسمية فى حين يسترد حامله قيمته الاسمية بالكامل فى تاريخ استحقاقه وبالتالي يمثل الفرق بين القيمتين العوائد المستحقة طوال عمر السند.

ز. من حيث اختيار الاستدعاء:

قد تنص وثيقة السند على حق الشركة المصدرة في استدعاء السند قبل تاريخ الاستحقاق. وتستفيد المنشأة من هذا الشرط إذا ما سادت ظروف اقتصادية قد يترتب عليها انخفاض في مستوى أسعار الفائدة في السوق عما كانت عليه عند إصدار السندات. فحينئذ يمكن للشركة المصدرة أن تستدعي سندات لتصدر سندات أخرى بديلة بمعدل كوبون أقل، بما يتناسب مع مستويات الفائدة السائدة. ولتعويض المستثمر من المخاطر التي ينطوي عليها الاستدعاء، عادة ما ينص على قيمة للاستدعاء تفوق القيمة الاسمية للسند، هذا فضلاً عن تعويض مسبق قد يحصل عليه المستثمر في صورة معدل مرتفع للكوبون مقارنة بمعدل الكوبون على سند مماثل.

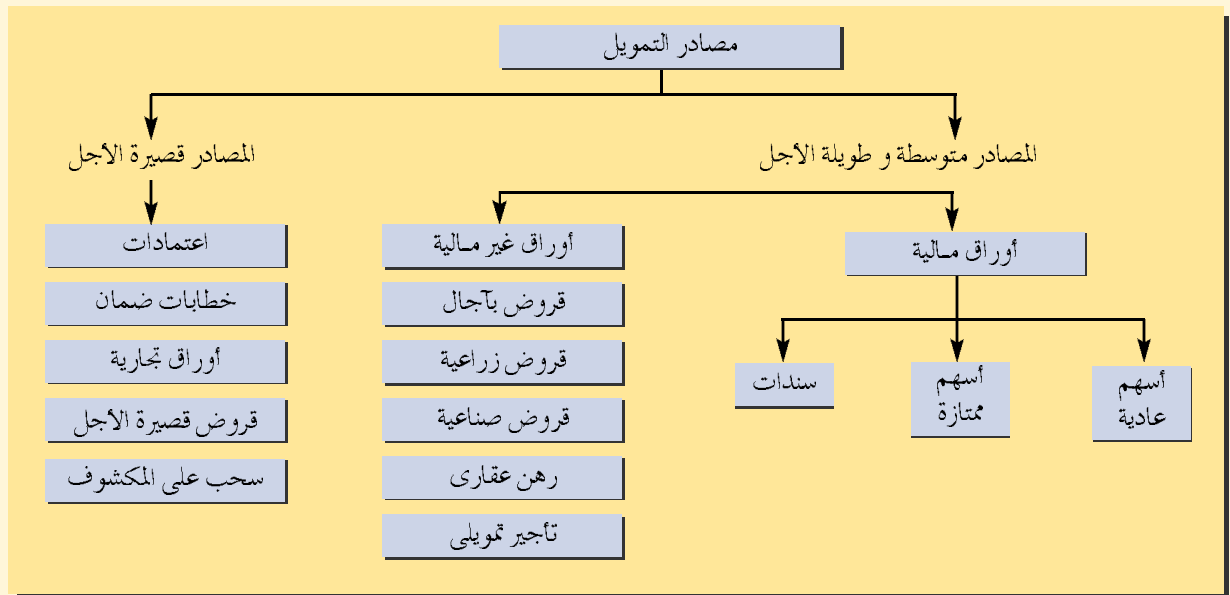
ح. من حيث اختيار الرد:

يقصد بهذه الخاصية أن يُعطى المستثمر اختيار رد السند للجهة المصدرة قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك بسعر يحدد مسبقاً يطلق عليه سعر التنفيذ. ويكون هذا السعر عادة مساوياً للقيمة الاسمية أو أقل منها قليلاً. وفي مقابل هذه الميزة قد يحصل المستثمر على معدل منخفض للكوبون مقارنة بسند مثيل ليس له هذه الخاصية. ومن المتوقع أن يلجأ المستثمر إلى تنفيذ خاصية الرد عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق وتخفض القيمة السوقية للسند.

ومن المهم أن نشير إلى أنه يمكنك الحصول على مصادر التمويل السابق الإشارة إليها من أسواق المال والتي تنقسم إلى نوعين أساسيين:

- أسواق النقد: وتتمثل في الجهاز المصرفي (البنوك التجارية) ومؤسسات التمويل.
- أسواق رأس المال: وتعتمد عليها المؤسسات في تمويل أنشطتها وتنفيذ مشروعاتها من خلال إصدار أوراق مالية في شكل أسهم أو سندات.

ويوضح الشكل التالي إجمالي مصادر التمويل طبقاً لآجالها:



إذا قررت أن تلجأ إلى أحد مصادر التمويل الخارجية، فعليك أن تعلم أنه ينبغي في هذه الحالة أن تعمل على تطوير وظائف الإدارة المالية داخل شركتك لتتماشى مع التطور الطبيعي لتمويل الشركات.

فهل تعلم ما المقصود بـ "تمويل الشركات" والذي أصبح اصطلاحاً يتردد يومياً في أروقة المؤسسات المالية وفي مجالات الاستثمار والأسواق المالية؟

مفهوم تمويل الشركات

يعتبر تمويل الشركات تطوراً طبيعياً للوظيفة المالية في المنشأة فلم تعد هذه الوظيفة قاصرة على مسائل إجرائية روتينية كإعداد التقارير بل امتدت إلى مجالات أكثر تأثيراً على مستقبل المنشأة تتعلق بقرارات الاستثمار وهيكل التمويل إضافة إلى قرارات توزيع الأرباح.

ويتعين أن تعرف أن تمويل الشركات يرتبط بالموارد المتاحة أمام المنشأة من أجل:

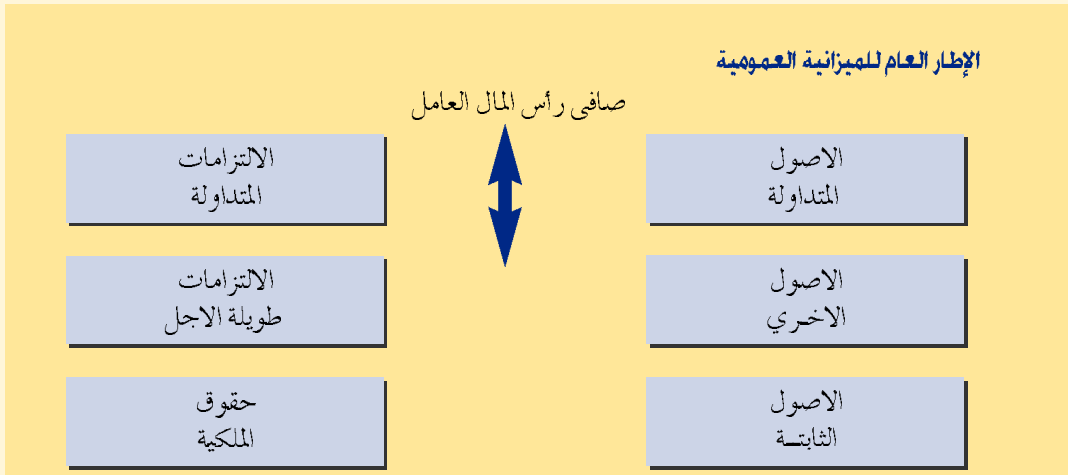
- الحصول على هذه الموارد بأقل تكلفة
- توزيعها بصورة تحقق أعلى عائد.

ويستهدف ذلك بالطبع تعظيم قيمة ثروة الملاك أو أصحاب رأس المال والمساهمين.

وعلى الرغم من وجود مصالح لأطراف أخرى غير الملاك (دائنين - عاملين - إدارة - جهات حكومية)، فإن هناك العديد من المبررات التي تدعوك إلى التركيز على هدف تعظيم ثروة الملاك في مقدمتها أن ذلك يدعم الموقف الائتماني للمنشأة ويرفع بالتالي من قدرتها على الحصول على مصادر تمويل إضافية عند الحاجة إليه سواء من خلال طرح أسهم جديدة أو عبر الاقتراض وبالتبعية ينعكس أثر ذلك إيجابياً على كافة الأطراف الأخرى.

وعليك أن تعلم أن تعظيم ثروة الملاك يرتبط بالاهتمام بجانبى الميزانية العمومية دون الاقتصار على جانب واحد منهما، الأمر الذي يعنى الاهتمام بكل من تدبير الأموال و كيفية استخدامها معاً.

ويوضح الشكل التالى فكرة علم تمويل الشركات من خلال الإطار العام للميزانية العمومية للشركة حيث تظهر الأصول فى الجهة اليمنى من الشكل والالتزامات فى الجهة اليسرى وتمثل حقوق الملكية بالجانب الأيسر من الشكل قيمة الفرق بين إجمالي قيمة الأصول وقيمة الديون التى استخدمتها الشركة فى تمويل هذه الأصول (الالتزامات).



وطبقاً للإطار العام للميزانية فإن تمويل الشركات يتناول دراسة النقاط التالية:

- توزيع الأصول (الموازنة الرأسمالية للشركة)
- مصادر التمويل طويلة الأجل (هيكل التمويل)
- مصادر التمويل قصيرة الأجل (صافي راس المال العامل).

ومن هذا المنطلق عليك أن تتناول ثلاثة أسئلة بعينها هي:

- ١- ما هي الاستثمارات طويلة الأجل التي يجب على الشركة الشروع في تنفيذها؟
- ٢- من أى مصدر يتم توفير التمويل اللازم للشروع في تنفيذ هذه الاستثمارات؟ (هل تقولى ضخ أموال إضافية أم تلجأ إلى الاقتراض؟)
- ٣- كيف تدير تدفقات الأموال داخل الشركة؟

والإجابة على هذه الأسئلة تتركز فى عدة موضوعات مهمة سوف نتناولها بالبحث المختصر من خلال هذا الدليل. فالإجابة على السؤال الأول تنحصر فى قرارات الاستثمار والتي تتعلق بأسلوب إعداد الموازنة الرأسمالية للشركة وتحديد البدائل المتاحة للاستثمار بما يؤدى إلى تعظيم القيمة للملاك.

أما الإجابة على السؤال الثانى فتقع بصفة أساسية ضمن نطاق عمليات اتخاذ قرار التمويل بأقل تكلفة. وأخيراً فإن الإجابة على السؤال الأخير تعنى بتحديد حجم الفائض الذى يتم إعادة استثماره بالمنشأة أو توزيعه للملاك/ المساهمين وهو ما يطلق عليه قرارات التوزيع.

الأدوات المالية التي يعتمد عليها تمويل الشركات

يوجز هذا الجزء من الدليل أهم أدوات التحليل المستخدمة فى مجال تمويل الشركات والتي يجب عليك التعرف عليها وهى:

- القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية
- القوائم المالية
- العائد والمخاطر.

١. القيمة الحالية

تعتبر القيمة الحالية من أبسط وأهم القواعد التي يعتمد عليها تمويل الشركات. فالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية تستند على نظرية "القيمة الزمنية للنقود" وتتلخص فى أن القوة الشرائية للجنه اليوم أكبر من القوة الشرائية للجنه بعد عام، وبمعنى آخر فإن كمية السلع والخدمات التي يمكن أن يشتريها الجنيه اليوم أكبر من كميتها التي يمكن أن يشتريها الجنيه بعد عام وذلك لتأثير عدة عوامل أهمها:

- تفضيل الأفراد للاستهلاك الحالى عن الاستهلاك المستقبلى إلا إذا تم الحصول على تعويض مناسب.
- وجود تضخم مالى يؤدى إلى انخفاض قيمة الجنيه عبر الزمن فكلما زادت نسبة التضخم كلما تباعد الفرق بين القيمتين الحالية والمستقبلية.
- المخاطر المتعلقة بتحقيق التدفقات النقدية المستقبلية والتي تؤدى إلى تخفيض القيمة الحالية لهذه التدفقات.

ولكي يتسنى لك حساب القيمة الحالية يتعين تحديد الآتى:

- التدفقات النقدية المتوقعة
- سعر الخصم المناسب الذى يتم تطبيقه على تلك التدفقات. وينبغي أن يعكس هذا السعر الحد الأدنى للعائد المطلوب للاستثمار فى الأصول التى تولد التدفقات النقدية حتى يصبح استثماراً مجدياً.

ويمكنك الاعتماد على جداول القيمة الحالية أو المعادلات فى هذا الخصوص.

٢. تحليل القوائم المالية

تعتبر القوائم المالية هى المصدر الأساسى للبيانات الذى يعتمد عليه المدير المالى عند اتخاذ قرارات تمويل الشركات. ومن هنا ينبغى أن تفهم أسس إعداد هذه القوائم وما تنطوى عليه من بيانات بالإضافة إلى تحليل دلالة بعض المؤشرات والنسب المالية التى يتم احتسابها وتساهم فى الكشف عن تطورات أداء المنشأة. وفى هذا الشأن يمكنك الرجوع إلى "ليليل المستثمر لقراءة القوائم والتقارير المالية" للتعرف على التفاصيل اللازمة فى هذا الخصوص.

ويتعين عليك أيضاً العمل على إيجاد الترابط بين العناصر المختلفة للقوائم المالية فى إطار المعايضة الكاملة لنشاط شركتك وأن تتطرق إلى ما وراء نتائج الأعمال التى تظهرها القوائم المالية.

ومن أمثلة ذلك صافى الربح الذى يظهر فى نهاية قائمة الأرباح والخسائر فهو قد لا يعتبر مؤشراً جيداً للعائد الذى تحققه المنشأة. فعلى سبيل المثال قد تحقق منشأة ما أرباحاً تظهر فى قائمة الأرباح والخسائر بينما هى فى الأساس تواجه مشاكل تتعلق بالسيولة النقدية، تعكسها قائمة التدفقات النقدية. كما أنه يمكن من ناحية أخرى أن نجد منشأة أخرى تحقق خسائر بقائمة الأرباح والخسائر بينما يتوافر لديها فائض نقدي كبير. ومن هنا يجب ربط صافى الربح بالمصروفات الرأسمالية والتغير فى احتياجات رأس المال العامل ومصروفات الإهلاك السنوية.

فالتحليل المالى يعتبر عملية فنية ترمي إلى فحص القوائم المالية بهدف استنتاج بعض المعلومات عن أداء المنشأة. وتتعدد مجالات التحليل بتعدد الجهات المستفيدة منه لذلك كان من الضروري الوقوف على النسب والمؤشرات المالية التى يهتم بها المحللون المالىون خارج المنشأة سواء فى البنوك التجارية أو فى أقسام البحوث التابعة لمكاتب السماسرة أو فى مؤسسات التصنيف الائتماني لأن هذا من شأنه أن يوضح وضع الملاءة الائتمانية للمنشأة ونظرة المستثمرين إليها فى حالة الحاجة إلى زيادة التمويل الخارجى.

٣. العائد والمخاطر

لو كنت تعمل فى ظل حالة من اليقين التام لكان من الممكن لك أن تحدد بدقة متناهية العائد المتوقع الحصول عليه من قرار الاستثمار الذى تتخذه، ولأصبح الأمر سهلاً يسيراً.

غير أن الواقع يشير إلى أننا نعمل فى عالم يتسم بقدر من عدم التأكد بشأن المستقبل. وفى عالم كهذا يصعب - بل يستحيل - على أى مستثمر أن يحدد بدقة حجم العائد الذى يتوقع تحقيقه غير أنه يستطيع تقدير عدد الاحتمالات الممكنة للحدوث ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع فى ظله.

وبناءً عليه، فإنه يتعين عليك أن تحلل كافة المخاطر المرتبطة بتحقيق العائد المتوقع ويستهدف ذلك الوصول الى المعادلة الصعبة في صورة زيادة العوائد المتوقعة من النشاط على قدر الإمكان - من جانب - مع تقليل أثر المخاطر المحيطة بالنشاط إلى أدنى حد ممكن - من الجانب الآخر- في نفس الوقت.

ولعل هذا الاتجاه يمثل قاعدة أساسية يجب أن تعتمد عليها عندما تتخذ القرار بالشروع في تنفيذ الاستثمار وكذلك لتحديد الوسيلة المثلى لتمويل هذا الاستثمار بحيث يوثى الثمار المرجوة منه لك وللملاك والمساهمين الآخرين.

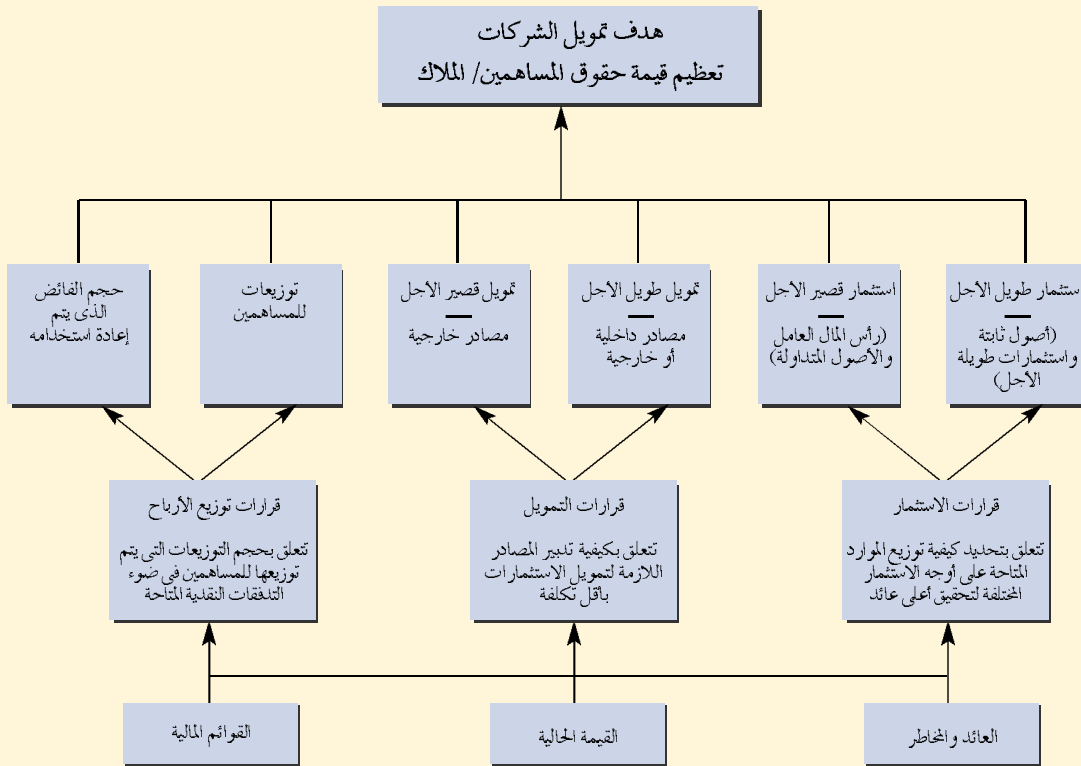
وتعرف المخاطر بأنها احتمال عدم تحقق العوائد المرتقبة من عملية اتخاذ القرار الاستثماري. ويتعين عليك أن تعلم أن الشركة تتعرض في عملها لنوعين أساسيين من المخاطر:

- مخاطر السوق (ويطلق عليها المخاطر المنتظمة أو المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع) وتمثل المخاطر التي تتعرض لها كافة الشركات العاملة في السوق باختلاف أحجامها و نوعية نشاطها. وتشمل مخاطر سعر الصرف، التعريفية الجمركية، الضرائب، أسعار الطاقة، وغيرها من المخاطر التي تحددها السياسة العامة للدولة، ولا يكون للشركة القدرة على إلغائها أو تخفيض أثرها على النشاط.
- المخاطر الحدية (ويطلق عليها المخاطر المنتظمة والتي يمكن تجنبها بالتنوع) وتتمثل في المخاطر المرتبطة بالشركة نفسها، وهي على سبيل المثال وليس الحصر: التقلبات في أسعار المواد الخام، تغيير تشكيلة المنتج، تغيير طبيعة وحجم المنافسة، الإضرابات العمالية، تغير أذواق المستهلكين وغيرها من المخاطر ذات نفس الطبيعة. ويتم الاعتماد على الأساليب الإحصائية لقياس المخاطر المتعلقة بتحقيق العائد المتوقع لأسهم المنشأة.

الصورة الإجمالية لتمويل الشركات

وأخيراً نوجز ما سبق ذكره بشأن تمويل الشركات والقرارات المالية التي يستوجب عليك اتخاذها في الشكل التالي:

الصورة الإجمالية لتمويل الشركات



وعليك الانتباه للاثي:

- لا بد من تعويض أى مخاطرة بعائد أعلى
- لا يمكن خداع المستثمر بأسواق المال حيث أن هذه الأسواق تخضع لرقابة صارمة وتفرض معايير للإفصاح والشفافية
- تمويل الشركات منظومة متكاملة وليس مجموعة متفرقة من القرارات. فقرارات الاستثمار تؤثر على قرارات التمويل والعكس صحيح، وبالتالي تؤثر قرارات التمويل على قرارات توزيع الأرباح.



الفصل الثاني

قرارات الاستثمار

- ٢٣ • مفهوم الاستثمار
- ٢٣ • مفهوم الموازنة الرأس مالية
- ٢٤ • أهمية التخطيط
- ٢٥ • مراحل اتخاذ قرار الاستثمار
- ٢٧ • أدوات اتخاذ القرار وطرق تقييم مقترحات الاستثمار
- كيفية اتخاذ قرار استثمار بشأن مشروعات
- ٣٥ الإحلال والتجديد والتوسعات
- ٣٥ • المخاطر المتعلقة بقرارات الاستثمار والموازنة الرأس مالية

عزيزى القارئ ... تناولنا في الفصل الأول المصادر المتاحة لتمويل استثماراتك طويلة الأجل وطبيعة كل منها. أما هذا الجزء فيعرض طبيعة قرارات الاستثمار التي يمكن أن تتخذها، مع تحديد كيفية التخطيط وإعداد موازنة رأسمالية ومراحل اتخاذ قرارات الاستثمار وأساليب تقييم البدائل المختلفة، والمفاضلة بينها بما يحقق أعلى عائد ويعظم قيمة المالك/المساهمين.

مفهوم الاستثمار

يرتبط اصطلاح "استثمار" بمفاهيم اقتصادية تنحصر في التضحية والانتظار فهو يعني بشكل عام التضحية بانفاق مالى معين الآن في مقابل عائد، متوقع حدوثه فى المستقبل وبذلك يصبح هذا العائد ثمنا للتضحية والانتظار خلال فترة الاستثمار.

ويطلق على الاستثمار "قصير الأجل" إذا كانت مدته سنة فأقل ويسمى "طويل الأجل" إذا زادت فترته عن ذلك.

ويركز الدليل على قرارات الاستثمار طويل الأجل ويطلق عليها قرارات الإنفاق الرأسمالى وتتسم ببعض المواصفات المميزة أهمها:

- ضخامة المبالغ المنفقة
- تعاظم درجة المخاطر حيث أن هناك علاقة طردية بين ارتفاع درجة المخاطر وطول الفترة الزمنية المستقبلية للاستثمار
- تزايد معدلات العائد تمثيلاً مع طبيعة العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة.

وعند اتخاذك القرار الاستثمارى يجب ألا يتم ذلك بطرق ارتجالية تعتمد بالدرجة الأولى على التقييم الشخصى، فالقرار ينبغي أن يمر بعدة مراحل تبدأ بتحديد الموضوع محل القرار ثم تحديد البدائل المتاحة فبيان المزايا والعيوب المرتبطة بكل بديل ثم المقارنة بين مزايا وعيوب البدائل المطروحة لاختيار أفضلها.

مفهوم الموازنة الرأسمالية

يمثل إعداد الموازنة الرأسمالية عملية التخطيط للاستثمار فى الأصول طويلة الأجل والتي تتحقق التدفقات المالية من تشغيلها على فترات تتعدى العام الواحد.

- ١- أن قرار إعداد الموازنة الرأسمالية يؤدي إلى فقدان الشركة بعض المرونة نظراً للطبيعة طويلة الاجل لمثل هذه القرارات، فمثلاً إذا تم استثمار جزء من الأموال المتاحة في مشروع يدر عائداً اقتصادياً لمدة عشرة سنوات، فإن ذلك يعني أن الشركة سوف تظل حبيسة هذا الأصل لنفس المدة.
- ٢- أن الموازنات الرأسمالية تنطوي على نتائج عدة من أهمها التوسع فى النشاط، فإن كان التوسع من خلال اقتناء أصل فإن ذلك قد يتطلب إعداد خطة طويلة الأجل للمبيعات لا تقل عن الفترة الاقتصادية لعمر الأصل.
- ٣- تشكل الموازنات الرأسمالية إستراتيجية الشركة، فالدخول إلى أسواق جديدة أو تقديم منتجات أو خدمات جديدة، يجب أن يمهّد له إعداد جيد للموازنة الاستثمارية على الأمد طويل الأجل.

وتبرز هذه النقاط مدى أهمية وخطورة القرارات الاستثمارية طويلة الأجل، فالاستثمار الكثيف في الأصول طويلة الأجل قد يأتي بنتائج غير مرغوب فيها من أهمها تحميل الشركة بأعباء إضافية مثل الإهلاك والمصروفات الأخرى التي قد تؤثر سلباً على نتائج التشغيل والربحية.

ومن جهة أخرى فإن الاستثمار غير الكاف في الأصول طويلة الأجل قد يعجل بالعديد من المشاكل من أهمها ضعف القدرة على مواكبة مستويات التقدم التكنولوجي المطلوب لمواجهة المنافسة. كما أن عدم توافر الطاقة الإنتاجية اللازمة للمنافسة يعني فقدان السوق وخسارة المستهلك ومن ثم هبوط منحنى الربحية وقد ينتهي الأمر بانخفاض سعر السهم في سوق التداول، وتحقيق خسائر فادحة قد تنتهي بإغلاق النشاط بالكامل.

أهمية التخطيط

قبل اتخاذ قرار بالاستثمار طويل الأجل، ينبغي أن تتولى إعداد خطة طويلة الأجل تراعي ترتيب مصادر التمويل المختلفة وتضمن توافرها دائماً وقت الحاجة إليها مع تطور عمر المشروع، على أن يؤدي ذلك في النهاية إلى تعظيم حقوق الملاك/المساهمين.

وتكتسب عملية التخطيط أهمية خاصة في تحديد المسار طويل الأجل للمنشأة فإن كنت في صدد إنشاء شركة جديدة أو إقامة توسع أو إضافة استثمارات محددة لشركتك القائمة أو استبدال بعض الأصول الثابتة، ينبغي أن تضع تنبؤات طويلة الأجل تتناسب مع طول المشروع الذي ترغب في تنفيذه. وهذا يعني أهمية إعداد دراسات جدوى لغرض اتخاذ القرار الاستثماري السليم في الوقت المناسب.

ويعتبر تقدير التنبؤات المالية لأداء الاستثمار الجديد من أهم وأعقد الخطوات في دراسة المشروعات الجديدة ويشمل ذلك تقدير التكاليف الاستثمارية لتنفيذ المشروع والتدفقات المتوقعة من تشغيله وتسويق منتجاته أو خدماته.

وهناك مجموعة كبيرة ومتنوعة من المتغيرات اللازم تحديدها ودراستها مثل عدد الوحدات المتوقع بيعها وأسعارها وهيكل السوق (المنافسة، الاحتكار...)، وطبيعة الطلب، وهيكل التكاليف الثابتة والمتغيرة، ومصادر توريد المواد الخام، وهيكل العمالة وتكلفته... الخ.

وبسبب صعوبة تقدير كل من الإيرادات والتكاليف فإن هناك احتمال حدوث خطأ في التقديرات (سواء في تقدير قيمة المبيعات أو التكاليف الاستثمارية أو تكاليف التشغيل أو تحديد رأس المال العامل اللازم للمشروع)^١ ومن هنا يراعى عند دراسة المشروع:

- تنسيق جهود المهندسين والماليين والقائمين على دراسات السوق.
- الاعتماد على افتراضات متوافقة.
- إيجاد العلاقات بين المتغيرات ذات العلاقة وربط بعضها بالمتغيرات الاقتصادية العامة.
- ابتغاء الدقة قدر المستطاع وتحديد نسبة للخطأ.

^١ يمثل رأس المال العامل مجموع الأصول المتداولة المستخدمة التي يمكن أن تتحول من شكل إلى آخر بسرعة خلال فترة الأعمال مثل الحسابات المدينة وأوراق القبض والمخزون السلعي ويخصم منها الديون التجارية التي يمنحها الموردون للعملاء لتمويل شراء هذه الأصول.

مراحل اتخاذ قرار الاستثمار

هناك أربعة مراحل أساسية نوضحها فيما يلي:

أ- تحديد نوعية الاستثمار

يتطلب الشروع في اتخاذ قرار استثمار طويل الأجل أن تقوم الشركة بتجميع البيانات الخاصة بالاستثمارات المتاحة وتحليلها ووضع البدائل المختلفة لاختيار أفضلها، ثم اختيار بدائل التنفيذ والتمويل الاقتصادية.

وتتطوي هذه العملية على تكلفة عالية تتحملها الشركة لضمان مستوى دقة وكفاية التحليل. ونورد فيما يلي بيان بالإطار العام لمشروعات الاستثمار طويلة الأجل المحتملة التنفيذ.

أ- استثمارات جديدة

يهدف هذا النوع من الاستثمارات إلى إقامة وتوليد طاقة إنتاجية جديدة لم تكن موجودة من قبل.

ب- استثمارات توسعية

وتتمثل في استثمارات جديدة مطلوب إضافتها إلى أخرى قائمة بالفعل. وتتطوي هذه الحزمة من المشروعات على إنفاق استثماري طويل الأجل إما لإنتاج مجموعة جديدة من المنتجات إضافة إلى التشكيلة القائمة أو لفتح أسواق جديدة لم تكن مغطاة من قبل.

ج- استثمارات تتعلق بالإحلال والتجديد

وتتمثل في عمليات إحلال واستبدال لبعض الأصول القديمة بأصول أخرى جديدة كرد فعل لعوامل التقدم التكنولوجي ومن هذه الاستثمارات:

مشروعات إحلال خطوط الإنتاج الرئيسية

تتضمن المشروعات التي تهدف إلى إحلال أو استبدال آلات ومعدات هالكة ولا تتطلب مشروعات الإحلال عادة الجهد والتكلفة اللازمين لتحليل البيانات واتخاذ القرار.

مشروعات إحلال لتخفيض التكلفة الإنتاجية

إنفاق استثماري يهدف إلى إحلال المعدات الإنتاجية المتقدمة بغرض خفض تكلفة الإنتاج من العمالة أو الطاقة أو نسبة الفاقد من المادة الخام. ويلزم هذه المشروعات إجراء قدر كبير من التحليل التفصيلي للعملية الإنتاجية وتكلفة التشغيل والنتائج المترتبة على تنفيذ عملية الإحلال.

مشروعات الأمان (و/أو) البيئة

عبارة عن استثمارات يتم إنفاقها للتكيف مع المتطلبات البيئية التي تفرضها القرارات الحكومية أو مع متطلبات التأمين على بعض أو كل الأصول المملوكة للشركة. ويطلق على هذا النوع من الإنفاق الاستثمار الإجباري. وبالطبع فإن عملية اتخاذ القرار بشأنه قد لا تتطلب أية تحليلات أو تفصيلات مسبقة وهذه النوعية من المشروعات لا تكون غالبا مربحة في حد ذاتها.

٢- تحديد البدائل الممكنة

قد تتعدد البدائل المتاحة أمامك كمتخذ قرار وفي هذه الحالة يتم تحديد مزايا وعيوب كل بديل (عائد وتكلفة) تمهيداً للاختيار. وفي حالات أخرى تنحصر الاختيارات في بديل واحد وهنا يتم تحديد التكلفة والعائد له لاتخاذ قرار القبول أو الرفض.

٣- تحديد مزايا وعيوب كل بديل

يتم ذلك باتباع طرق تقييم موضوعية تعطى عند تطبيقها على كل بديل نتائج رقمية تعبر عن النتيجة النهائية للمقابلة بين التكلفة والعائد المرتبطة بالبديل المطروح.

٤- اتخاذ القرار الاستثماري

يتم ذلك من خلال نتائج المرحلة السابقة وذلك بإقرار البديل الذي ينتج عنه أفضل نتائج رقمية. ومن المنطقي أنه في الحالة التي يكون أمامنا فيها بديل واحد أن يصبح القرار إيجابياً أو سلبياً حسب نتائج تقييم البديل المطروح بالطرق المستخدمة.

ويظهر مما سبق أن عملية الإنفاق الاستثماري تتطلب تحديد حجم ونوعية الاستثمار المزمع تنفيذه ومن ثم تقييم مدى جدواه المالية والاقتصادية. ويلزم ذلك اتخاذ الخطوات التالية بمجرد تحديد المشروع وقبل الموافقة على تنفيذه:

- ١- تحديد حجم التكاليف الاستثمارية اللازمة لتنفيذ المشروع المقترح.
- ٢- تقدير التدفقات النقدية المستقبلية للمشروع وتحديد القيمة المتبقية له بحلول نهاية عمره الاقتصادي.
- ٣- تقدير وحساب حجم المخاطر المرتبطة بتحقيق التدفقات النقدية المتوقعة دون حدوث انحرافات تؤثر على جدواه المالية والاقتصادية.
- ٤- بناء على تقديرات المخاطر المرتبطة بالتنفيذ، تتولى الإدارة حساب تكلفة التمويل للمشروع والتي تمثل أساس حسابات القيمة الحالية له.
- ٥- استخدام إحدى وسائل تقييم المشروعات تمهيداً لاتخاذ القرار إما بالقبول أو الرفض.

المشروعات المتعارضة أو التنافسية : هي المشروعات التي لو تم اختيار أحدها للتنفيذ فإن ذلك يعني رفض أو عدم تنفيذ المشروع أو المشروعات الأخرى المثيلة. فمثلاً يمكن تحسين عملية مناولة المواد في مصنع للكيمياويات عن طريق استخدام السير المتحرك أو الجرافات الرافعة. ولا شك أن اختيار السير المتحرك لتأدية هذا العمل يعني عن الجرافات ومن ثم يعتبر الاقتراح الخاص بالاستثمار في هاتين الطريقتين لنقل المواد من الاقتراحات التنافسية أو المتعارضة.

المشروعات المستقلة : هي المشروعات التي لا ينطوي علي اختيار أحدها رفض أو عدم تنفيذ المشروعات الأخرى المثيلة. فمثلاً بجانب حاجة الشركة إلى الاستثمار في وسيلة مناولة المواد في المصنع، قد تحتاج نفس الشركة إلى شراء آلة لتعبئة المنتجات، وفي هذه الحالة نجد أن شراء سير محرك أو جرار رافع لمناولة المواد يعتبر مستقلاً عن شراء آلة تعبئة المنتجات.

أدوات اتخاذ القرار وطرق تقييم مقترحات الاستثمار

من الضروري أن يكون لديك كمتخذ قرار وسيلة للمفاضلة بين البدائل المختلفة للاستثمارات الخاصة بالإنفاق الرأسمالي تمكّنك من ترتيبها طبقاً لأفضليتها للمنشأة. ويستلزم الأمر توافر مجموعة من القواعد والوسائل التي من شأنها مساعدتك على إيجاد حل نافع للتساؤلات التالية:

- إذا توافرت الفرصة الاستثمارية، هل تقبل الشركة تنفيذها أم لا ؟
- إذا توافرت مجموعة من المشروعات المتعارضة في المصلحة أو التنافسية، أى منها يصلح للتنفيذ ؟
- كيف تتخذ المنشأة قرار الاستثمار في ظل محدودية مصادر الأموال المتاحة للاستثمار وهو ما يطلق عليه مشكلة "ترشيد الإنفاق الرأسمالي"؟

وعليه فإنه يكون لزاماً على إدارة الشركة إيجاد وسيلة يتم من خلالها تحديد الاستثمارات التي كان يمكن لحملة الأسهم اختيارها لو توافر لديهم ذات المعلومات والبيانات المتاحة لإدارة الشركة.

ويمكن تلخيص ما سبق في القاعدة التالية:

"عليك كمتخذ قرار قبول كافة المشروعات التي ترفع من قيمة الملاك/المساهمين وأن ترفض المشروعات التي تؤدي إلى خفض هذه القيمة"

ولتفعيل هذه القاعدة يكون لزاماً عليك تحديد قيمة لكل مشروع على حدة مستنداً إلى مجموعتين أساسيتين من أساليب التحليل:

- المجموعة الأولى تعتمد على الربح المحاسبي وتشمل عدد من مؤشرات الربحية مثل العائد على رأس المال المستثمر والعائد على حقوق الملكية.
- المجموعة الثانية تعتمد على التدفقات النقدية وتتضمن العديد من الطرق والأساليب أكثرها شهرة واستخداماً فترة الاسترداد وأسلوب صافي القيمة الحالية والعائد الداخلي على الاستثمار.

المجموعة الأولى: الأساليب المرتبطة بالربح المحاسبي

١- العائد على رأس المال المستثمر

ترتبط هذه النسبة بالعائد على إجمالي الأموال المستثمرة في مشروع ما وتعكس قدرة هذه الأموال على توليد ربح تشغيلي. ويتم احتسابها طبقاً للمعادلة التالية:

$$\begin{aligned} \text{العائد على رأس المال المستثمر (قبل الضرائب)} &= \frac{\text{الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{متوسط القيمة الدفترية لإجمالي المال المستثمر في المشروع}} \\ \text{العائد على رأس المال المستثمر (بعد الضرائب)} &= \frac{\text{الربح قبل الفوائد والضرائب (١ - معدل الضرائب)}}{\text{متوسط القيمة الدفترية لإجمالي المال المستثمر في المشروع}} \end{aligned}$$

وفي حالة امتداد عمر المشروع لأكثر من سنة يمكن احتساب المعدل سنوياً وحساب المتوسط خلال فترة المشروع. ونوضح فيما يلي القاعدة المنظمة لاتخاذ قرار الاستثمار بناء على هذا المؤشر:

● بالنسبة للمشروعات المستقلة:

- إذا كان العائد على رأس المال المستثمر بعد الضرائب أكبر من تكلفة التمويل^٢ ← يتم قبول المشروع
- إذا كان العائد على رأس المال المستثمر بعد الضرائب أقل من تكلفة التمويل^٢ ← يتم رفض المشروع
- إذا كان العائد على رأس المال المستثمر بعد الضرائب مساو لتكلفة التمويل تساوى قرار قبول المشروع برفضه

● بالنسبة للمشروعات التنافسية:

يتم اختيار المشروعات ذات العائد الأعلى على رأس المال المستثمر

- وعلى الرغم من سهولة هذا المؤشر المحاسبي كمقياس لربحية المشروع إلا أنه يعاني من بعض أوجه القصور منها:
- انه ينطبق - بصفة عامة - على المشروعات التي تحتاج إلى استثمارات ضخمة في بدايتها ثم يتوقع أن تحقق أرباحاً خلال عمر المشروع. أم بالنسبة للمشروعات التي لا تتطلب استثمارات رأسمالية في البداية، فإن معدل العائد على رأس المال المستثمر يفقد معناه. فعلى سبيل المثال إذا تولت منشأة استئجار محلات جديدة للبيع للمستهلك، فإنها سوف تحقق معدل عائد مرتفع للغاية على رأس المال المستثمر.
- التركيز على ربح التشغيل يفقد المؤشر دلالات تأثير التدفقات النقدية على موقف السيولة بالمنشأة.
- قد لا تمثل القيمة الدفترية للأصول مؤشراً جيداً لقياس استثمارات المشروع خلال عمره الافتراضي، فالإهلاك يؤدي إلى خفض القيمة الدفترية لرأس المال المستثمر خلال عمر المشروع الأمر الذي يؤدي إلى رفع نسبة معدل العائد على رأس المال المستثمر.
- متوسط العائد على رأس المال المستثمر لا يفرق بين الأرباح التي يحققها المشروع خلال سنوات التشغيل الأولى والأرباح التي تتولد خلال السنوات اللاحقة.

ب- العائد على حقوق الملكية

يتم احتسابه باستخدام صافي الربح المحاسبي بعد الضرائب طبقاً للمعادلة التالية:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{متوسط القيمة الدفترية لحقوق الملكية}}$$

^٢ يتم شرحه في الجزء الثالث من هذا الدليل

ويتم اتخاذ القرار في ضوء هذا المؤشر طبقاً لما يلي:-

● بالنسبة للمشروعات المستقلة:

- إذا كان العائد على حقوق الملكية أكبر من تكلفة حقوق الملكية^٢ ← يتم قبول المشروع
- إذا كان العائد على حقوق الملكية أقل من تكلفة حقوق الملكية^٢ ← يتم رفض المشروع
- إذا كان العائد على حقوق الملكية مساو لتكلفة حقوق الملكية يتساوى قرار قبول المشروع برفضه

● بالنسبة للمشروعات التنافسية:

يتم اختيار المشروعات ذات العائد الأعلى على حقوق الملكية

ويعانى هذا المؤشر من نفس القصور الخاصة بالعائد على رأس المال المستثمر.

المجموعة الثانية: الأساليب المرتبطة بالتدفقات النقدية

يختلف الربح المحاسبي لمشروع ما عن التدفقات النقدية التي يولدها وذلك للأسباب التالية:

- يوجد بعض المصروفات غير النقدية التي تؤدي إلى خفض الربح المحاسبي ولكنها لا تخصم من التدفقات النقدية مثل الإهلاك. فالمفهوم النقدي ينظر للمشروع وكأنه يعيد أصل رأس المال للملاك من خلال الإهلاك.
- هناك بعض المصروفات النقدية التي تظهر في قائمة التدفقات النقدية ولا ينعكس أثرها على صافي الربح المحاسبي مثل التغير في احتياجات رأس المال العامل.
- يفترض أسلوب التدفقات النقدية وجود قيمة متبقية للاستثمارات الأولية.

وقبل أن نستعرض عليك أن تعلم أن هناك نوعين من التدفقات النقدية:

التدفقات النقدية للمشروع/المنشأة

وتمثل التدفقات النقدية المتاحة لإجمالي المال المستثمر في (المشروع/ المنشأة) بعد دفع الضرائب ويتم احتسابها كالاتي:

الربح قبل الفوائد والضرائب (١- معدل الضرائب)
+ الإهلاك والاستهلاك
- المصروفات الرأسمالية
+/ - التغير في احتياجات رأس المال العامل

التدفقات النقدية لحقوق الملكية

و تمثل التدفقات النقدية المتبقية للمساهمين/ الملاك بعد سداد الديون ودفع الضرائب ويتم احتسابها كالاتي:

صافي الربح
+ الإهلاك والاستهلاك
- المصروفات الرأسمالية
+/ - التغير في احتياجات رأس المال العامل
- سداد الديون
+ ديون جديدة يتم الحصول عليها

ونعرض فيما يلي أهم مؤشرات اتخاذ القرار التي تستند إلى التدفقات النقدية:

١- فترة الاسترداد

تعرف فترة الاسترداد بأنها الفترة الزمنية اللازمة لصافي التدفقات النقدية الداخلة خلال سنوات التشغيل لتغطية الإنفاق الاستثماري للمشروع ويتم احتسابها طبقاً للمعادلة التالية:

$$\text{فترة الاسترداد} = \text{السنة قبل تمام الاسترداد} + (\text{القيمة غير المستردة} / \text{التدفق النقدي خلال السنة})$$

ويتطبيق ذلك على مثال خاص بمشروع جديد بالشركة الوطنية لإنتاج المنتجات الورقية لبيان كيفية استخدام طريقة فترة الاسترداد عند تقييم قرار الإنفاق الاستثماري للمشروعات يجرى اتباع الخطوات التالية:

- ١- حساب التدفقات النقدية التراكمية للمشروع
- ٢- تطبيق معادلة حساب فترة الاسترداد باستخدام التدفقات النقدية التراكمية

مثال: البيان	٠	١	٢	٣	٤	٥
صافي التدفقات النقدية	٧٢٠٠٠٠٠-	١١٠٠٠٠٠	٢٧٠٠٠٠٠	٢٧٠٠٠٠٠	٢٧٠٠٠٠٠	٤٩٠٠٠٠٠
التدفقات النقدية التراكمية	٧٢٠٠٠٠٠-	٦١٠٠٠٠٠-	٣٤٠٠٠٠٠-	٧٠٠٠٠٠٠-	٢٠٠٠٠٠٠	٦٩٠٠٠٠٠

فترة الاسترداد = ٣ + (٢٧٠٠٠٠٠ / ٧٠٠٠٠٠٠) = ٣,٣ سنة

ويشير ذلك إلى أن التدفقات النقدية للمشروع سوف تغطي قيمة التكلفة الاستثمارية بعد ٣,٣ سنة من تاريخ بدء النشاط، وعليه فإذا كانت الشركة تقارن بين هذا المشروع ومشروع آخر متعارض معه بنفس الافتراضات فيما عدا أنه يتمتع بفترة استرداد ٤ سنوات، فإن قرار الإدارة سيكون اختيار المشروع الأول لأنه يتمتع بفترة استرداد أقل.

وتنعكس الآثار الإيجابية لفترة الاسترداد على كل من السيولة والربحية ودرجة المخاطر نتيجة لسرعة توافر النقدية المستردة، إضافة إلى إمكانية إعادة استثمارها لتحقيق عائد كان في حكم المفقود في حالة طول فترة الاسترداد.

ويعطي أسلوب فترة الاسترداد ميزة اختيار المشروع المناسب وفقاً لفترة الاسترداد المقبولة للشركة، إلا أنه قد يؤدي إلى رفض اقتراحات أخرى تساهم بدرجة أكبر في تعظيم ثروة حملة الأسهم ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين:

- أولاً: تتجاهل طريقة فترة الاسترداد التدفقات النقدية المتولدة بعد فترة الاسترداد.
- ثانياً: تتجاهل الطريقة معيار القيمة الزمنية للنقود.

ولمعالجة هذه العيوب تلجأ الشركات إلى استخدام طريقة فترة الاسترداد المخصصة.

ب- فترة الاسترداد المخصصة

تعرف فترة الاسترداد المخصصة بأنها الفترة الزمنية اللازمة للمشروع لاسترداد التكلفة الاستثمارية من صافي التدفقات النقدية المتولدة عنه مخصصة باستخدام تكلفة التمويل. وبافتراض أن تكلفة التمويل لمشروع الشركة الوطنية لإنتاج المنتجات الورقية ١٠٪ فإنه يتم حساب فترة الاسترداد المخصصة وفقاً للخطوات التالية:

- ١- حساب التدفقات النقدية (السوية/الدورية) للمشروع.
- ٢- خصم التدفقات النقدية للمشروع باستخدام تكلفة التمويل للوصول إلى القيمة الحالية لهذه التدفقات (القيمة الزمنية للنقود).
- ٣- حساب التدفقات النقدية التراكمية للمشروع.
- ٤- تطبيق معادلة حساب فترة الاسترداد باستخدام التدفقات النقدية التراكمية المخصصة على النحو التالي:

مثال: البيان	٠	١	٢	٣	٤	٥
صافي التدفقات النقدية السنوية	٧٢٠.٠٠٠ -	١١٠.٠٠٠	٢٧٠.٠٠٠	٢٧٠.٠٠٠	٢٧٠.٠٠٠	٤٩٠.٠٠٠
معدل الخصم ١٠٪	١	٠,٩٠٩	٠,٨٢٦	٠,٧٥١	٠,٦٨٣	٠,٦٢١
التدفقات النقدية المخصصة	٧٢٠.٠٠٠ -	٩٩.٩٩٠	٢٢٣.٢٠٠	٢٠٢.٧٧٠	١٨٤.٤١٠	٣٠٤.٢٩٠
التدفقات النقدية التراكمية	٧٢٠.٠٠٠ -	٦٢٠.١٠٠ -	٣٩٦.٩٩٠ -	١٩٤.٢٢٠ -	٩٨١.٠٠ -	٢٩٤.٤٨٠

فترة الإسترداد = ٤ + (٣٠٤.٢٩٠ / ٩٨١.٠٠) = ٤,٠٣ سنة

مما يعني أن حملة الأسهم سوف يستطيعون استرداد قيمة التكلفة الاستثمارية للمشروع بعد ٤,٠٣ سنة وليس ٣,٣ سنة، وذلك بسبب تأثير القيمة الزمنية للنقود في شكل سعر الخصم والذي أعطى مؤشراً أدق لتأثير عامل الزمن على القوة الشرائية للتدفقات النقدية.

ج- صافي القيمة الحالية

تمثل طريقة صافي القيمة الحالية للمشروع القيم الحالية المتراكمة للتدفقات النقدية (الداخلية والخارجية) خلال عمر المشروع وفقاً لتوقيت حدوثها وعلى أساس معدل الخصم يمثل في العائد المطلوب على الاستثمار.

فعند اتخاذ قرار الاستثمار طويل الأجل يتم مقارنة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة للمشروع مع قيمة الاستثمارات المطلوبة لتنفيذه وتكون صافي القيمة الحالية للمشروع موجبة إذا زادت القيمة الحالية للتدفقات النقدية له عن قيمة الاستثمارات المطلوبة مما يدعم قرار الموافقة عليه.

صافي القيمة الحالية = إجمالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية^٣ - (إجمالي التكلفة الاستثمارية)

$$٣ \text{ إجمالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية} = \sum_{s=1}^n \frac{\text{التدفق النقدي السنوي } s}{(1 + \text{سعر الخصم})^s}$$

* حيث تمثل (ن) العمر الافتراضي للمشروع و (س) توقيت التدفق النقدي

القيمة الحالية الخصومة

حيث ان القيمة الحالية لأي مبلغ متوقع في المستقبل تقل في قيمتها عن المبلغ نفسه فان اصطلاح "القيمة الحالية" أصبح مرادفا لاصطلاح "القيمة الخصومة".

مثال:

إذا كان من المتوقع حصولك على مبلغ ٥٠ ألف جنيه بعد سنة من الآن. فكيف يمكنك حساب قيمته الحالية أو الخصومة؟ تنحصر المشكلة الرئيسية في تحديدك لمعدل العائد الذي تقبله على استثماراتك (والذي يتماشى مع مفهوم الفرصة البديلة للاستثمار) وليكن على سبيل المثال ٢٠٪. وبذلك يمكن احتساب القيمة الحالية لمبلغ الـ ٥٠ ألف جنيه والتي يتوقع تحصيلها بعد سنة كما يلي:

القيمة الحالية (الخصومة) لأي مبلغ = قيمة المبلغ نفسه $X (1 + \text{معدل الفائدة})^n$

حيث تمثل (ن) عدد السنوات اللازمة لاستقبال المبلغ المتوقع وبالتالي تصبح القيمة الحالية في هذه الحالة $= ٥٠.٠٠٠ \times ١$ (١.٢) = ٤١٦٥٠ جنيه

وبناء على ذلك يكون المستثمر واعيا إذا علم جيدا انه في ظل معدل فائدة ٢٠٪ سيستوي لديه الأمر تماما إذا حصل الآن على مبلغ ٤١٦٥٠ جنيه أو على ٥٠ ألف جنيه بعد عام.

وعليه يتم إتباع الخطوات التالية لاحتساب صافي القيمة الحالية للمشروع محل الدراسة:

- ١- حساب إجمالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة من المشروع، عن طريق خصمها باستخدام سعر خصم مناسب.
- ٢- طرح قيمة التكلفة الاستثمارية للمشروع من القيمة الحالية للتدفقات النقدية.

ويعتمد القرار الاستثماري على نتائج صافي القيمة الحالية فيتم قبول المشروعات التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة وهو ما يعني زيادة قيمة المنشأة لحملة الأسهم.

أما فيما يخص سعر الخصم الذي يتم على أساسه خصم التدفقات النقدية للمشروع لحساب القيمة الحالية لها، فإنه يمثل "تكلفة التمويل" والتي تعبر عن العائد المطلوب على الأموال المستثمرة، أو عائد الاستثمارات المماثلة في درجة المخاطر مع المشروع، وسوف نتناول بالشرح في الفصل الثالث طريقة حساب تكلفة التمويل وتحديد سعر الخصم.

ويمكن تلخيص ما سبق في القاعدة التالية:

"على الإدارة قبول كافة المشروعات التي تزيد من قيمة الشركة لحملة الأسهم، ورفض كل المشروعات التي تؤدي إلى تخفيض قيمة الشركة لحملة الأسهم"

وعليك أن تعي أن أسلوب صافي القيمة الحالية يتميز بإمكانية احتسابه للقيمة الحالية لمشروعات مختلفة منفردة يتم تجميعها بعد ذلك للوصول إلى قيمة حالية مجمعة لقطاع بأكمله.

كذلك يتميز بكونه يفترض إعادة استثمار التدفقات النقدية المتوالية خلال عمر المشروع باستخدام معدل عائد مناسب (يمثل تكلفة التمويل في حالة الاعتماد على التدفقات النقدية لإجمالي المشروع أو تكلفة حقوق الملكية في حالة الاعتماد على التدفقات النقدية لحقوق الملكية).

كذلك يسمح بإمكانية تغيير سعر الخصم خلال سنوات المشروع ليعكس تغير تكلفة التمويل أو درجة مخاطر التدفقات النقدية من عام إلى آخر. ولكن عليك أن تتنبه إلى أن هذا الأسلوب لا يتحكم في عمر المشروع، ففي حالة وجود مشروعين تختلف أعمارهم، نجد أن نتائج أسلوب صافي القيمة الحالية قد تكون مرتفعة للمشروعات الأطول عمراً، وبالتالي فإن هذه الوسيلة تحتاج إلى تعديل في حالة المقارنة بين المشروعات حتى تصح المقارنة.

د- طريقة معدل العائد الداخلي للاستثمار IRR

تمثل طريقة معدل العائد الداخلي للاستثمار أحد الطرق الشائعة، عند المفاضلة بين مجموعة من المشروعات، لاتخاذ القرار بالمضي في تنفيذها من عدمه.

نتائج صافي القيمة الحالية:

صافي القيمة الحالية = صفر

يعني أن التدفقات النقدية تكفي فقط لتغطية رأس المال المستثمر فيه مع تحقيق معدل عائد عليه مساو تماماً لسعر الخصم المستخدم لحساب القيمة الحالية بدون إحداث ثروة إضافية للملاك.

صافي القيمة الحالية = رقم سالب

يعني عدم كفاية التدفقات النقدية للمشروع لتغطية رأس المال المستثمر ومن ثم عدم تحقيق العائد المطلوب عليه، وقبول المشروع، يعني تآكل ثروة الملاك بمقدار صافي القيمة الحالية السالبة.

صافي القيمة الحالية = رقم موجب

يجسد الوضع المفضل ويعني أن المشروع قادراً على تحقيق تدفقات نقدية تزيد عن قيمة الاستثمارات مع تحقيق معدل عائد على رأس المال المستثمر يفوق معدل الخصم المستخدم وتحقيق قيمة ثروة إضافية لحملة الأسهم تتمثل في القيمة الموجبة لصافي القيمة الحالية.

معدل العائد الداخلي للاستثمار : هو سعر الخصم الذي يساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروع بالقيمة الحالية لرأس المال المستثمر فيه.

ولا يتعارض أسلوب معدل العائد الداخلي في نتائج استخدامه في التفضيل بين المشروعات مع نتائج استخدام طريقة صافي القيمة الحالية لكنه يختلف فيما يتعلق بشكل النتائج الخاصة بثروة الملاك الإضافية والتي تظهر من خلال استخدام طريقة صافي القيمة الحالية في صورة جنيهاً وفي شكل نسبة مئوية عند استخدام أسلوب معدل العائد الداخلي.

ويشير معدل العائد الداخلي إلى مقدار العائد الذي يتوقع حملة الأسهم تحقيقه لكل جنيه يتم استثماره أو إنفاقه في المشروع، وعليه فإن تقدير معدل العائد الداخلي للاستثمار لا يعني شيء بذاته، وإنما يجب مقارنته بمعدل العائد المطلوب على الأموال المستثمرة والذي يمثل تكلفة تمويل المشروع أو ما يطلق عليه أحياناً "حاجز العائد". ويتم استخدام طريقة معدل العائد الداخلي لمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية للأسباب التالية:

أولاً: يمثل معدل العائد الداخلي، العائد المتوقع على رأس المال المستثمر في المشروع.

ثانياً: لو زاد معدل العائد الداخلي على تكلفة تمويل المشروع فإن ذلك يعني أن الشركة سوف تحقق فائضاً بعد تسوية التزاماتها التمويلية، يذهب بالكامل لحملة الأسهم.

ثالثاً: إن اختيار المشروع الذي يزيد معدل العائد الداخلي له عن تكلفة تمويله يعني زيادة قيمة المنشأة لحملة أسهمها.

ومن هذا المنطلق يمكن اتخاذ قرار الاستثمار بناءً على ما يلي:

● بالنسبة للمشروعات المستقلة:

في حالة تحقيق معدل عائد داخلي أكبر من تكلفة التمويل i^* ← يقبل المشروع
في حالة تحقيق معدل عائد داخلي أقل من تكلفة التمويل i^* ← يرفض المشروع
في حالة تحقيق معدل عائد داخلي مساوٍ لتكلفة التمويل يتساوى قرار قبول المشروع برفضه

● بالنسبة للمشروعات التنافسية:

يتم قبول المشروع الذي يحقق أعلى معدل للعائد الداخلي على الاستثمار

ويعيب استخدام أسلوب معدل العائد الداخلي بعض أوجه القصور أهمها:

١- أنه يفترض أن التدفقات النقدية المتولدة عن القرار الاستثماري سوف يعاد استثمارها بمعدل يساوي معدل العائد الداخلي وليس تكلفة التمويل.

فعلى سبيل المثال إذا حقق قرار استثماري لمشروع تبلغ تكلفة تمويله ١٠٪ معدل عائد داخلي ٢٠٪ وصافي تدفقات نقدية ٥٠ جنيهاً خلال السنة الأولى للتشغيل هذا يعني أن الخمسين جنيهاً المتولدة سوف يعاد استثمارها بمعدل قدره ٢٠٪ وليس ١٠٪ الذي يمثل تكلفة التمويل لنفس القرار الاستثماري.

٢- يرتبط هذا الأسلوب باحتمال وجود أكثر من معدل عائد داخلي لنفس الاستثمار ويؤدي بالتالي إلى وقوع المنشأة في حيرة اختيار المعدل الصحيح.

هـ- معدل العائد الداخلي المعدل MIRR

يتم حساب هذا المعدل بالحصول على القيمة المستقبلية للتدفقات النقدية المتوقعة للمشروع باستخدام معدل العائد المطلوب على الأموال المستثمرة، ثم بعد ذلك يتم إيجاد معدل الخصم المناسب الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية مساوية للقيمة الحالية للتكاليف الاستثمارية للمشروع، أي معدل العائد الداخلي المعدل.

ينفرد معدل MIRR بميزة هامة عن معدل العائد الداخلي IRR، تتمثل في كونه يفترض أن كافة التدفقات النقدية المتولدة عن المشروع يتم إعادة استثمارها باستخدام تكلفة التمويل أو العائد المطلوب على الأموال المستثمرة، في حين يفترض الأخير أنه يتم خصم التدفقات النقدية للمشروع باستخدام معدل العائد الداخلي. وحيث أن استخدام تكلفة التمويل كمعدل خصم يمثل الأسلوب الأكثر دقة عند حساب القيمة الحالية فإن معدل MIRR يعتبر الأفضل بعد صافي القيمة الحالية لتحديد ربحية المشروع، والتأكد من جدواه المالية لحملة الأسهم.

الخلاصة:

يتفق كل من أسلوب صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي في النتائج الخاصة بربحية المشروع، بحيث يمكنان معا من اختيار البديل الأمثل وبصفة خاصة إذا كانت الشركة بصدد اتخاذ القرار بين مجموعة من المشروعات المتعارضة.

كيفية اتخاذ قرار استثمار بشأن مشروعات الإحلال والتجديد والتوسعات

انتهينا من عرض كيفية اتخاذ قرار بشأن إنفاق رأسمالي يتعلق بمشروعات جديدة، أما في حالة مشروعات تتعلق بالإحلال والتجديد، فذلك يتطلب التحليل التالي:

- ١- تقدير صافي التدفقات النقدية الخارجة المرتبطة بفكرة الإحلال فعلى سبيل المثال في حالة إحلال خط إنتاج جديد مكان خط قائم يكون هناك تدفقاً نقدياً خارجاً يمثل التكلفة الاستثمارية للخط الجديد وفي الوقت نفسه تمثل القيمة المتحصلة من بيع خط الإنتاج القائم - بعد حساب الآثار الضريبية المرتبطة - تدفقاً نقدياً داخلياً.
- ٢- تقدير صافي التدفقات النقدية الإضافية الداخلة سنوياً - والناجمة من تنفيذ فكرة الإحلال - والتي قد تؤدي إما إلى خفض تكاليف التشغيل أو زيادة الأرباح أو الاثنين معاً. ويتم أيضاً إضافة تأثير أقساط الإهلاك السنوية والتي يكون لها أثراً إيجابياً على الضرائب.
- ٣- تقدير القيمة المتبقية الإضافية لخط الإنتاج الجديد مقارنة بالخط القائم.
- ٤- احتساب القيمة الحالية لقرار الإحلال.

مثال:

افترض ان الشركة الوطنية لانتاج المنتجات الورقية تفكر في إحلال خط إنتاج الصبغات الملونة بخط جديد وأن التكلفة الدفترية للخط القديم قيمتها ٥٠٠٠٠ جنيه والعمر الافتراضي المتبقي له نحو ١٠ سنوات وتبلغ قيمة بيعه الآن نحو ١٥٠٠٠ جنيه (صافي قيمة الأرباح الرأسمالية بعد الضرائب).
أما الخط الجديد فتبلغ تكلفته ١٥٠٠٠٠ جنيه ويتم إهلاكه خلال عشر سنوات ويؤدي إلى خفض تكاليف التشغيل الحالية بنحو ٤٠٠٠٠ جنيه. وبافتراض معدل ضرائب ٤٠٪ وتكلفة تمويل ١٢٪ وعدم وجود قيمة تخريدية لكل من الخطين في السنة العاشرة يمكن اتخاذ قرار الإحلال في ضوء التدفقات التالية:
صافي التكاليف الرأسمالية للخط الجديد = ١٥٠٠٠٠ - ١٥٠٠٠ = ١٣٥٠٠٠ جنيه
إهلاك الخط القائم = ٥٠٠٠ جنيه
إهلاك الخط الجديد = ١٥٠٠٠ جنيه
الوفورات الضريبية من الإهلاك الإضافي للخط الجديد = $(١٥٠٠٠ - ٥٠٠٠) \times ٠.٤ = ٤٠٠٠$ جنيه
الوفورات في تكاليف التشغيل السنوية = $(١ - ٠.٤) \times ٤٠٠٠٠ = ٢٤٠٠٠$ جنيه
صافي القيمة الحالية من قرار الإحلال = $١٥ \times ٢٠٦ = ٣٠٩٠$ (القيمة الحالية للوفورات السنوية البالغ قدرها ٢٨٠٠٠ جنيه لمدة عشر سنوات بمعدل خصم ١٢٪) - ١٣٥٠٠٠ (صافي التكاليف الرأسمالية) = ٢٣٢٠٦ جنيه
وحيث أن صافي القيمة الحالية رقماً موجباً فينبغي إحلال الخط الجديد مكان القديم.

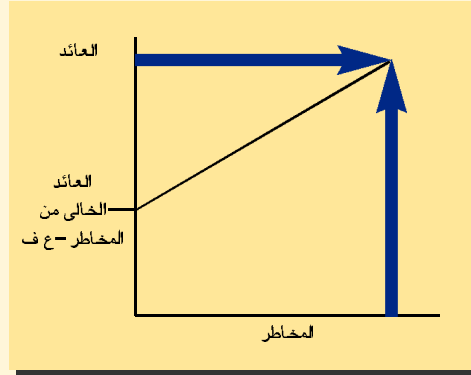
وتنطبق الخطوات السابقة على قرارات المشروعات التوسعية.

المخاطر المتعلقة بقرارات الاستثمار والموازنة الرأسمالية

قبل أن نبدأ في مناقشة علاقة إعداد موازنة الإنفاق الرأسمالي بالمخاطر المحتملة التي يمكن أن تواجه الشركة أثناء قيامها بوظائفها الأساسية، يجب أن نتفق أولاً على إجابة لهذا السؤال: لماذا تهتم إدارة شركتك بدراسة المخاطر المتوقعة؟

لنفرض أنك تملك الآن ١٠٠ جنيه، فإن هناك عدة خيارات أمامك، إما أن تحتفظ بها في دولاب ملايسك، وفي هذه الحالة فإنك تعرض نفسك لخطر القيمة الزمنية للنقود - أي تآكل القوة الشرائية للنقود بفعل التضخم - بالإضافة إلى فقدانك الفرصة البديلة للحصول على عائد من هذه الأموال من خلال استثمارها في أداة مناسبة بعائد مناسب. حينئذ، فإن قرار الاستثمار يتوقف على عاملين أساسيين، الأول حجم أو مقدار العائد المطلوب على هذه الأموال المستثمرة، وثانياً حجم المخاطر المرتبط بتحقيق هذا العائد. والمستثمر عند تحليله لهذين العاملين يأخذ في اعتباره دائماً متوسط العائد المتاح في السوق، و حجم المخاطر المرتبط بتحقيقه.

فالعلاقة بين العائد والمخاطر طردية، بمعنى انه كلما زادت المخاطر التي يتعرض لها نشاط معين زاد العائد الذي يطلبه المستثمر لاستثمار أمواله في هذا النشاط.



والآن كيف يمكنك أن تربط بين كل هذه العوامل مجتمعة؟ وكيف تبني قرارك بالاستثمار في مشروع معين؟ وما تأثير كل هذا على موازنة الإنفاق الرأسمالي للشركة؟

هناك منهجين أساسيين للتعامل مع هذه المخاطر:

المنهج الأول: يتعلق بدراسة أثر تغيير أي من الافتراضات الأساسية - التي بنيت عليها التنبؤات المالية المستقبلية - على أداء المشروع ونتائج المؤشرات السابق ذكرها في هذا الجزء من الدليل (مؤشرات الربحية - فترة الاسترداد - صافي القيمة الحالية - معدل العائد على الاستثمار - ...الخ). ويتم ذلك من خلال: تحليلات الحساسية، تحليلات السيناريو، تحليلات التعادل وتحليلات أخرى إحصائية معقدة لا يتسع المجال لذكرها.

١- تحليلات الحساسية

تتضمن هذه التحليلات تحديد أثر متغير أو أكثر من الافتراضات الأساسية على مؤشرات اتخاذ القرار (صافي القيمة الحالية - معدل العائد الداخلي...الخ) وذلك وفقاً للخطوات التالية:

الخطوة الأولى: في ضوء التوقعات المستقبلية يتم وضع أكثر افتراضات يتوقع حدوثها لتحليل ما يطلق عليه "الحالة الأساسية" مع تقدير العوائد المتوقعة والتدفقات النقدية المستقبلية لهذه الحالة.

الخطوة الثانية: يتم تحديد الافتراضات المؤثرة التي بنيت عليها الحالة الأساسية وتشمل:

- متغيرات خاصة بالقرار الاستثماري مثل مستوى الإيرادات، مصروفات التشغيل، العمر الافتراضي للمشروع، التكاليف الاستثمارية، احتياجات رأس المال العامل...الخ
- متغيرات اقتصادية عامة مثل معدلات الضرائب، معدلات النمو الاقتصادي، تأثير اتفاقية الجات...الخ

الخطوة الثالثة: يتم تغيير افتراض واحد مع تثبيت باقي الافتراضات واحتساب أثر التغيير على نتائج صافي القيمة الحالية، معدل العائد الداخلي على الاستثمار، فترة الاسترداد أو العائد على رأس المال المستثمر.

الخطوة الرابعة: يتم إعداد النتائج الخاصة بتأثير كل متغير وعرضها في جداول ملخصة أو رسم بياني مجمع يظهر الأثر على صافي القيمة الحالية أو معدل العائد الداخلي على الاستثمار.

الخطوة الخامسة: يتم ربط نتائج التحليل بالحالة الأساسية لاتخاذ قرار بشأن الاستمرار أو عدمه.

٢- تحليل السيناريو

يمثل هذا النوع تحليلات الحساسية حيث يتم اختيار عدة سيناريوهات تستند إلى عوامل محددة مرتبطة بالاقتصاد لكل من حالات الانتعاش أو الاستقرار أو الكساد ويتم احتساب صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي على الاستثمار في ضوء أداء المشروع في ظل كل سيناريو. ويتم ذلك طبقاً للخطوات التالية:

الخطوة الأولى: يتم اختيار العامل المؤثر الذي يجري إعداد السيناريو حوله ويختلف ذلك طبقاً لطبيعة المنشأة. فعلى سبيل المثال نجد أن المنشأة التي تقدم خدمات مالية تهتم بتأثيرات معدلات الفائدة في السوق بينما تهتم المنشأة التي تعمل في مجال صناعة الحاسب الآلي بالتطورات التكنولوجية.

الخطوة الثانية: يتم تقدير قيم لجميع عناصر الاستثمار (إيرادات - تكاليف تشغيل .. الخ) في ظل السيناريو محل الدراسة.

الخطوة الثالثة: يتم احتساب صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي لكل سيناريو.

الخطوة الرابعة: يوضع في الاعتبار عند اتخاذ القرار المخاطر المتوقعة تحت كل سيناريو وتحليلها مقارنة بالحالة الأساسية والتي تفترض أن تكون الأقرب للواقع.

وقد ينحصر التحليل باختيار "أفضل حالة" و"أسوأ حالة" قد تواجه المشروع وإعداد سيناريوهات لكل منها.

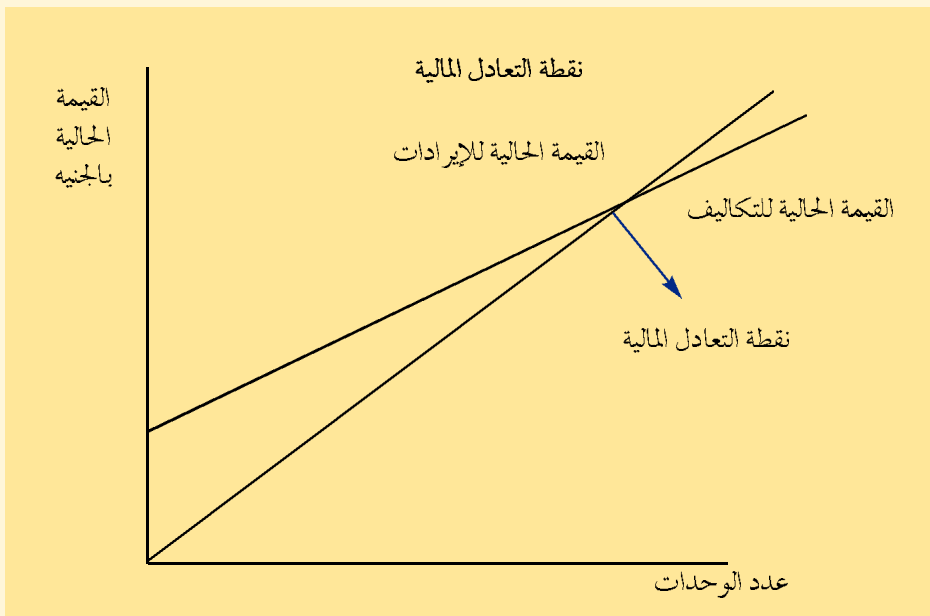
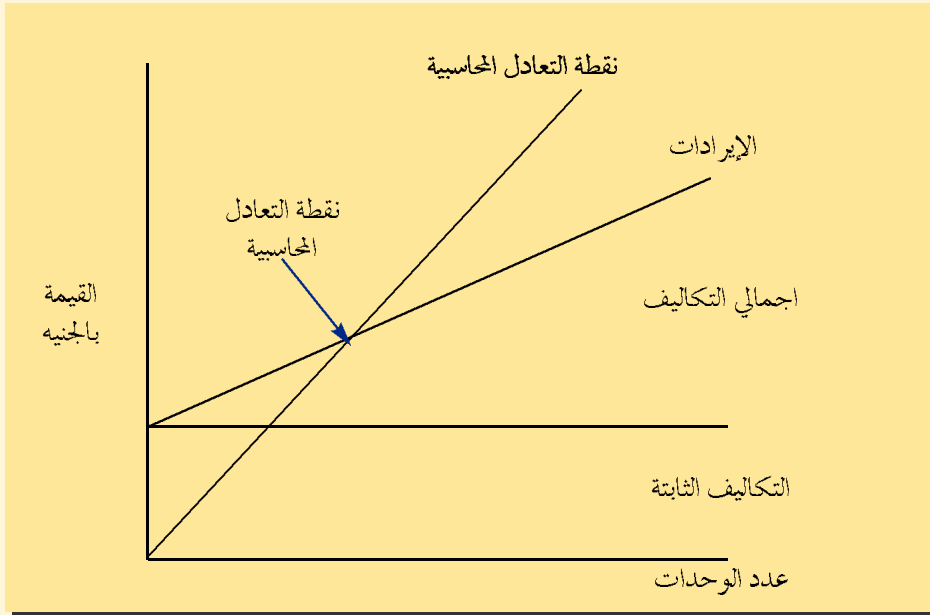
٣- تحليل التعادل

يعتمد على محاولة تقدير الإيرادات التي تؤدي إلى نقطة التعادل بالمشروع ويختلف تحليل التعادل طبقاً للمفهوم المستخدم.

المفهوم المحاسبي: النقطة التي تتساوى عندها الإيرادات بالتكاليف (الثابتة والمتغيرة) ويصبح صافي الربح صفراً.

المفهوم المالي: النقطة التي تصل فيها صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية إلى صفر.

ويوضح الشكل التالي كل من نقطتي التعادل المحاسبية والمالية ويبين أن نقطة التعادل المالية أعلى من المحاسبية (كوحدة وكقيمة) حيث أنها تتطلب أن يحقق المشروع عائداً أعلى لتغطية تكلفة تمويل الأموال المستثمرة.



ويجدر الإشارة إلى أن تحليل التعادل لا يشكل مؤشراً لقبول أو رفض المشروع، ولكنه يعتبر مقياساً لحد الأمان لأداء المشروع.

المنهاج الثاني: يعكس هذا المنهاج أثر المخاطر على تقديرات التدفقات النقدية المستقبلية وسعر الخصم المستخدم للوصول إلى القيمة الحالية ويتضمن:

- تحليل مصادر المخاطر الخاصة بالمشروع محل الدراسة مع بيان المخاطر المؤثرة وغير المؤثرة.
- تحديد المخاطر المؤثرة وتحديد أثارها على سعر الخصم على النحو الموضح في الشكل التالي:

مصادر المخاطر بالشركات		
نوع المخاطر	أمثلة	تأثيرها على نتائج التحليل
مخاطر محددة للمشروع	عدم دقة تقدير التنبؤات المالية	لا تؤثر في حدود نسبة معينة
المنافسة	تقديم منتج أو خدمة جديدة من المنافسين	تؤثر
الصناعة	تغيرات في التكنولوجيا المستخدمة	تؤثر
عالمية	تغيرات في سعر العملة	تؤثر
اقتصادية	تغيرات في معدلات الفائدة أو في معدلات التضخم	تؤثر

وأخيراً فإنه في سبيل اتخاذ قرار الاستثمار الأمثل - الذي يؤدي إلى ترشيد الإنفاق الاستثماري في ظل الموارد المالية المحدودة مع تعظيم ثروة الملاك - عليك أن تراعى مشكلة التضخم عند إعداد خططك الاستثمارية فالفشل في التنبؤ باحتمالات حدوث التضخم قد يترتب عليه قبول اقتراحات استثمارية ما كان لها أن تقبل.

كذلك ينتج عن تجاهل المخاطر التي تنطوي عليها البدائل الاستثمارية المتاحة أثاراً سلبية على ثروة الملاك يجب أن يتم مراعاتها.



الفصل الثالث

تكلفة التمويل وتقييم الشركة

- مفهوم تكلفة التمويل وأهميته ٤١
- قياس تكلفة التمويل ٤١
- حساب متوسط تكلفة لإجمالي مصادر التمويل ٤٩
- أهمية استخدام تكلفة التمويل عند اتخاذ قرارات الاستثمار ٥١
- العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة الشركة ٥١

تنشأ العلاقة المباشرة بين التمويل والاستثمار عن طريق تكلفة التمويل ولذلك من المهم أن تتعرف على:

- كيفية حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل التي تم عرضها في الفصل الأول.
- كيفية حساب متوسط تكلفة لإجمالي مصادر التمويل.
- أهمية استخدام تكلفة التمويل كمعدل خصم.
- العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة الشركة.

مفهوم تكلفة التمويل وأهميته

يقصد بتكلفة التمويل أو تكلفة الأموال ما تحصل عليه الجهات المانحة للتمويل بكافة صورته مقابل منح الشركة ما تحتاج إليه من موارد مالية.

وتدخل تكلفة التمويل في صناعة قرار الاستثمار في صورة معدل للخصم في طرق تقييم الاستثمارات التي تستخدم مفهوم القيمة الحالية للمكاسب النقدية المتوقعة وذلك باعتبارها تمثل الحد الأدنى لمعدل العائد الواجب أن يحققه الاستثمار ليصبح مقبولاً.

قياس تكلفة التمويل

تتركز مصادر التمويل بصورة عامة كما سبق وذكرنا في الآتي:

- الأموال المقترضة
- الأسهم الممتازة
- حقوق ملكية (أسهم عادية وأرباح محتجزة)

من الاصطلاحات شائعة الاستخدام، لتكلفة التمويل، اصطلاح تكلفة رأس المال، إلا أن هذا الاصطلاح، ليس مناسباً، ليكون مرادفاً لتكلفة التمويل، فتكلفة رأس المال، يجب أن تطلق فقط، على تكلفة الأموال المملوكة - وهي أحد مكونات التمويل - ولكن تكلفة التمويل، تخص خليط الأموال، التي تتكون منها، مصادر تمويل المنشأة، ويعد رأس المال المملوك، مجرد أحد عناصرها.

ونعرض فيما يلي كيفية قياس تكلفة الأموال لكل مصدر من مصادر التمويل.

١- تكلفة الأموال المقترضة

على الرغم من تعدد المصادر التمويلية المرتبطة بالاقتراض من سندات وقروض مصرفية وانتمان تجارى، إلا أننا ولأغراض التبسيط سوف نقصر مجال العرض هنا على القروض طويلة الأجل والسندات.

ويترتب على عملية الاقتراض - بصفة عامة - تدفقات نقدية داخلية تحصل عليها المنشأة بغرض تمويل تنفيذ الموازنات الاستثمارية أو الرأسمالية وأنشطة التشغيل، كما يترتب عليها - في ذات الوقت - تدفقات نقدية خارجية تتمثل في الفوائد السنوية والأقساط - التي تدفعها الشركة - لرد أصل المبلغ المقرض.

إن تكلفة الأموال المقترضة تتميز بسهولة القياس، فسعر الفائدة المدين يتحدد بشكل قاطع في عقد المديونية في ضوء أسعار الفائدة السائدة في السوق وطول مدة القرض ومخاطر الملاءة الائتمانية المتعلقة بالمنشأة ذاتها.

وتمثل تكلفة الاقتراض قيمة العائد النقدي الذي تدفعه المنشأة للجهة المقرضة، سواء كانت مستثمراً أو بنكاً، وذلك بعد تعديله أخذاً في الاعتبار الآثار الضريبية، أو بمعنى آخر بعد استبعاد الوفورات الضريبية، لتحديد حجم التكلفة النقدية الحقيقية التي تتحملها المنشأة نتيجة لحصولها على هذا القرض. فكلما زادت قيمة الفوائد المدفوعة والمحملة على حساب الأرباح والخسائر انخفضت مدفوعات المنشأة للضرائب.

وعليه تتحدد تكلفة الأموال المقترضة وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة الأموال المقترضة} = \text{معدل الفائدة المعلن} \times (1 - \text{سعر الضريبة على الدخل})$$

مثال:

إذا كان معدل الفائدة على القروض طويلة الأجل للشركة ١٠٪ وكانت الشركة تخضع لضريبة على الدخل ٤٠٪، يصبح صافي التكلفة النقدية الحقيقية لديون الشركة طويلة الأجل هي:

$$\text{تكلفة القروض طويلة الأجل} = 10\% \times (1 - 40\%) = 6\%$$

ويلاحظ أن فوائد الديون تعد مصروفاً يعطي وفورات ضريبية للشركة، تتمثل في خفض قيمة تكلفة الديون بعد الضريبة لتصبح ٦٪ بدلاً من ١٠٪ كما هو موضح بالمثال السابق.

وتتماثل السندات مع القروض المصرفية في أسلوب احتساب تكلفة التمويل وفي وجود التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، ولكنها تختلف عنها في كون أصل الدين يتم سداؤه على دفعة واحدة في تاريخ الاستحقاق وذلك لمعظم أنواع السندات. ويؤخذ في الاعتبار عند تقدير تكلفة السندات القيمة السوقية للسند^١.

^١ في السندات يتم استخدام عائد الاستحقاق كتكلفة ثم تخصم منه الضرائب ويقصد بعائد الاستحقاق معدل العائد الذي يحققه حامل السند لو احتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق.

٢- تكلفة الأسهم الممتازة

طبقاً لما سبق عرضه فإن السهم الممتاز كمصدر تمويل يمثل بالنسبة لحامله استثماراً طويلاً الأجل يحقق دخلاً ثابتاً في حين يمثل نفس هذا العائد عبئاً تمويلياً على المنشأة وإن كان أقل من الأموال المقترضة لأن عدم قدرة المنشأة على الوفاء بالتوزيعات لا يترتب عليه قانوناً إشهار إفلاسها.

ولكن في الوقت نفسه تعد تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الاقتراض حيث أن توزيعات الأسهم الممتازة - على عكس الفوائد - تخصم من الربح قبل الضرائب ومن ثم لا تحقق المنشأة من ورائها وفورات ضريبية. يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضون ومن ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد. فعلى عكس المقرضين ليس هناك ما يضمن حصول حملة الأسهم الممتازة على عائد دوري وأنه في حالة الإفلاس وتوزيع أموال التصفية يأتي حملة الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية بعد الدائنين.

وحيث أن الأسهم الممتازة - كمصدر تمويل - لا ترتبط بتاريخ استحقاق محدد، فإن تكلفة هذه الأسهم تتحدد بالتوزيعات المقررة من خلال المعادلة التالية:

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{مقدار التوزيع المحدد للسهم الممتاز}}{\text{القيمة السوقية للسهم الممتاز}} \times 100$$

مثال:

إذا كانت الشركة تمول جزء من رأسمالها من خلال أسهم ممتازة يتم تداولها في السوق على سعر ١٠٠ جنيه للسهم، وكانت الشركة بصدد توزيع ١٠ جنيهات للسهم في شكل توزيعات ممتازة، فإن تكلفة الأسهم الممتازة على الشركة تمثل نسبة التوزيعات الممتازة إلى سعر التداول في تاريخ حساب التكلفة للسهم الممتاز.

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{10 \times 100}{100} = 10\%$$

وفي حالة إذا كانت الشركة ترغب في الحصول على زيادة في رأس المال من خلال طرح أسهم ممتازة، فإن تكلفة الأسهم الممتازة الجديدة يجب أن تأخذ في الاعتبار تكاليف إصدارها، طبقاً للمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة الجديدة} = \frac{\text{التوزيعات الممتازة}}{(\text{سعر السهم الممتاز} - \text{تكلفة الإصدار})} \times 100$$

وعليه فإذا كانت تكلفة الطرح - أو كما يطلق عليها في بعض الأحيان تكلفة الإصدار أو إدارة الاكتتاب - تساوي ٢,٥٪ أو ٢,٥ جنيه للسهم تكون تكلفة الأسهم الممتازة ٣,٥٪ وليس ١,٥٪ بعد الأخذ في الاعتبار تكلفة الإصدار.

$$\text{تكلفة السهم الممتازة الجديدة} = \frac{10 \times 100}{100 - 2.5} = 3.5\%$$

٣- تكلفة حقوق الملكية

تمثل حقوق الملكية أهم مصدر من مصادر التمويل للشركات وتتضمن رأس المال المدفوع في شكل أسهم عادية والأرباح المحتجزة وتعتبر حقوق الملكية من مصادر التمويل الآمنة لأنها تجنب الشركة مخاطر الرافعة المالية خاصة في أوقات الكساد. وعلى الرغم من انخفاض المخاطر المالية المرتبطة بالتمويل عن طريق حقوق الملكية بل وانعدامها لعدم ارتباط حصول المنشأة عليها بأي إجراء تعاقدى مكتوب يتضمن أية التزامات ثابتة واجبة السداد، إلا أنها تحمل المنشأة تكلفة تمويلية مرتفعة تعكس معدل العائد على الاستثمار الواجب أن يتحقق للملاك.

فالاستثمار في الملكية - من وجهة نظر الملاك - يعتبر أكثر الاستثمارات تعرضاً للمخاطر من حيث عدم ارتباطه بأي إجراء تعاقدى يحدد العائد المحقق إضافة إلى تأخره القانوني عند الحصول على عائد استثمارى في نهاية السنة المالية أو عند التصفية. واعتماداً على العلاقة الطردية بين كل من العائد والمخاطر فإن تكلفة التمويل بالملكية تعتبر أعلى مصادر التمويل تكلفة لأنها أكثرها طلباً للعائد، مع الأخذ في الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة للاستثمارات المماثلة التي تحوي نفس الدرجة من المخاطر.

وتستخدم العديد من النماذج في مجال تقدير تكلفة حقوق الملكية، من أكثرها انتشاراً نموذجي تسعير الأصول الرأسمالية ونمو التوزيعات.

٣-١ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

ويرتكز هذا النموذج على تكلفة الفرصة البديلة للعائد، والمستثمر الذي يرغب في استثمار أمواله يمكنه الاتجاه مباشرة صوب الأوراق المالية الحكومية التي تعطي عائداً خالياً من المخاطر ولكنه أقل نسبياً من عوائد الأوراق المالية الأخرى المتداولة في سوق المال وتحمل قدراً أعلى من المخاطر.

العائد الخالي من المخاطر، يقصد به الخالي من خطر عدم الوفاء بالسداد، غير أنه لا يخلو من المخاطر الأخرى، وعلى رأسها تغير سعر الفائدة في السوق، أو معدلات التضخم.

وعليه فإن اتجاه المستثمر نحو هذه الأصول المالية يحتم وجوب منحه التعويض الكافي عن المخاطر التي قبل تحملها، ويكون ذلك في شكل علاوة للمخاطر. وبناءً على ذلك فإن تكلفة حقوق الملكية تتمثل في الحد الأدنى من العائد المطلوب على السهم والذي يمكن إيجازه في المعادلة التالية: -

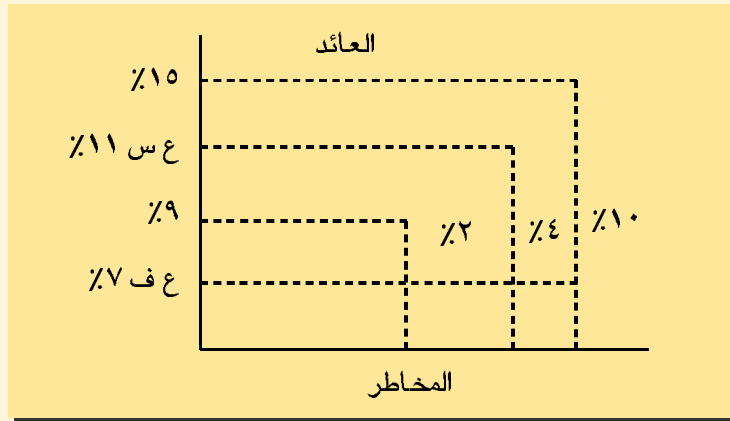
$$\text{العائد على السهم} = \text{العائد الخالي من المخاطر} + \text{علاوة المخاطر}$$

ويعتمد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عدة مبادئ أهمها:
أولاً: أن المستثمر يعتمد - عند اتخاذ قرار الاستثمار - على متغيرين أساسيين بينهما علاقة طردية هما العائد والمخاطر والمستثمر بطبيعته يبيغض المخاطر.

ثانياً: أن المخاطر تتدرج، فتبدأ من نقطة اللاخطر - يقصد خطر عدم القدرة على السداد - كما في الأوراق المالية الحكومية، وتزيد تدريجياً لتصل إلى أقصاها عند التعامل في الأوراق المالية الأخرى - الأسهم وسندات الشركات.

ثالثاً: ان الطبيعة المتدرجة للمخاطر تنطبق بالمثل على العائد، فأقل عائد يمنحه السوق هو على الأوراق المالية الحكومية - العائد الخالي من المخاطر - ليرتفع مع زيادة المخاطر ويصل إلى أقصى درجاته مع الأوراق المالية المصدرة من الشركات.

رابعاً: كلما تخطى المستثمر عن حرصه، واتجه صوب العائد الأعلى قابلاً أن يتحمل قدراً أكبر من المخاطر، فإنه يحصل في المقابل على علاوة من السوق يطلق عليها علاوة المخاطر.



في الشكل السابق يمكن للمستثمر أن يبدأ طريقه إلى العائد من نقطة الخالي من المخاطر - ع ف - فإذا أراد أن يحصل على المزيد من العائد اتجه نحو مستويات مخاطرة في السوق أعلى من معدل العائد الخالي من المخاطر. فالنقطة 7% تمثل أقل عائد متاح، وعند النقطة 9% يحصل المستثمر على علاوة مخاطرة تساوي 2%، نتيجة تخليه عن حرصه واتجاهه صوب نقطة العائد الأعلى. وتمثل علاوة المخاطر الفرق بين معدل العائد الخالي من المخاطر وهذا المعدل الجديد من العائد. فإذا قرر المستثمر الدخول إلى سوق المال والاستثمار في الأوراق المالية المختلفة، عندها يحصل على عائد السوق - ع س - يبلغ 11%، و عنده ترتفع علاوة المخاطر إلى 4%.

و يتم حساب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية باستخدام المعادلة التالية: -

$$\text{العائد للسهم} = \text{العائد الخالي من المخاطر} + \text{بيتا} \times (\text{متوسط عائد السوق} - \text{العائد الخالي من المخاطر})$$

وفيما يلي نوضح أهم مكونات المعادلة:

- معدل العائد الخالي من المخاطر: يفضل - في هذا الشأن - الاعتماد على عائد السندات الحكومية طويلة الأجل فعملها الافتراضي حتى فترة الاستحقاق يتناسب مع آفاق الاستثمار الرأسمالي كما تتميز بالسيولة بمعنى سهولة تداولها.
- علاوة مخاطر حقوق الملكية: وتتمثل في الشق الثاني من المعادلة - بيتا \times (متوسط عائد السوق - العائد الخالي من المخاطر) - وهي تعبر عن العائد الإضافي الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه كتعويض عن استثماره في أوراق مالية غير حكومية.
- معامل بيتا: يقيس التقلبات المرتبطة بالتغير في (سعر/عائد) سهم شركة بعينها مقارنة بالتغيرات التي تحدث في السوق ككل أي لجميع الشركات المقيدة والتي يتم قياس (سعرها/عائدها) عن طريق مؤشر السوق.

ولذلك فإن معامل بيتا يبلغ واحد صحيح بالنسبة لمؤشر السوق ككل، وإذا زادت بيتا السهم على واحد صحيح، فهذا يعني أن مخاطر السهم أعلى من مخاطر السوق ويسمى (سهم مخاطر أو عدواني)، ففي حالة مرور السوق بفترة صعود ونشاط

يأخذ السهم في الصعود بمعدل أسرع من معدلات صعود السوق، والعكس صحيح حين يتجه السوق نحو التدنى والانخفاض يهبط السهم بمعدل أعلى من السوق.

أما إذا انخفضت بيتا عن واحد صحيح، فهذا يعني أن مخاطر السهم أقل من مخاطر السوق ويسمى (سهم دفاعي). ومن أشهر أمثلة هذه النوعية أسهم شركات الكهرباء والمياه والسكك الحديدية والنقل، ويلاحظ أن معدل تذبذب أداء هذه الأسهم محدوداً ولا يأخذ أشكال التغير الحاد مثل السهم المغامر. وتعتبر الأسهم الدفاعية بمثابة أسهم أمان تعمل كوسادة حماية ضد تأثير تقلبات السوق على أداء أي محفظة استثمارية.

وهكذا فإن معامل بيتا يقيس مدى ارتباط تحرك عوائد السهم بالصعود أو الهبوط مع متوسط حركة السوق ككل. فإذا ارتفع أداء السوق إلى ١٠٪ فوق سعر العائد الخالي من المخاطر وكان معامل بيتا لسهم ما هو ١,٥ مرة، فإن ذلك يعني أن هذا السهم يتوقع أن يدر عائداً ١٥٪ فوق العائد الخالي من المخاطر وذلك على فرض ثبات كافة العوامل الأخرى المرتبطة بالعائد والمخاطر.

مثال: إذا كان معامل بيتا للشركة الوطنية لإنتاج المنتجات الورقية يساوي ٢,٥ مرة وكان معدل العائد الخالي من المخاطر في تاريخ اتخاذ القرار بالتمويل من خلال إصدار أسهم عادية ٨٪، وكان متوسط عائد الأسهم المتداولة في السوق في ذات التاريخ ١٠٪، فإن العائد المطلوب لسهم الشركة الوطنية يصبح :-

$$\text{عائد السهم} = ٨\% + (٢,٥ \times (٨\% - ١٠\%)) = ١٣\%$$

ويمثل هذا العائد الحد الأدنى الذي يجب على الشركة توفيره لحملة الأسهم بشقيهم، قدامى المساهمين والمساهمين الجدد، حتى لا تتأثر القيمة السوقية لسهم الشركة.

وعليه فإنه باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يمكن للشركة حساب تكلفة حقوق الملكية كأحد مكونات مصادر التمويل.

ويعاب على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بعض النقاط الأساسية: -

- أنه يعترف فقط بالمخاطر المتعلقة بالسوق أو المنتظمة ولا يأخذ في الاعتبار المخاطر الأخرى المرتبطة بالشركة أو غير المنتظمة.
- أنه يقوم على فرض السوق الكامل بمعنى أنه لا يفترض وجود تكلفة للإفلاس أو الوكالة والتي تنطوي في الواقع على تكلفة كبيرة لا يمكن التخلص منها بالتنويع.

ولذلك فإنه يتم استخدام نماذج أخرى لتأكيد نتائج نموذج تسعير الأصول منها نمو التوزيعات.

٣-٢ نموذج نمو التوزيعات

إذا كان حملة السندات يعوضون عن حجم المخاطر التي تتعرض لها أموالهم في شكل عائد السند، وحملة الأسهم الممتازة من خلال ما يحصلون عليه من توزيعات ممتازة، فإن حملة الأسهم العادية يعوضون في شكل ما يحصلون عليه من عائد على الأرباح المحتجزة وذلك إعمالاً لمبدأ تكلفة الفرصة البديلة.

إن صافي الربح بعد الفوائد والضرائب بالكامل يعتبر حقاً لحملة الأسهم العادية، ويستخدم - بصفة أساسية - لتعويضهم

عن تمويلهم النشاط خلال العام ولأنه يحق لإدارة الشركة توزيع جزء من هذا الربح واحتجاز جزء آخر بهدف إعادة استثماره في نشاط الشركة، فإن هذا الجزء غير الموزع يمثل في حد ذاته تكلفة الفرصة البديلة لحملة الأسهم العادية، حيث كان من الممكن لهم إعادة استثماره في أوراق مالية متساوية في درجة المخاطر مع أسهم الشركة أو في أي نوع آخر من أنواع الاستثمار ويحصلون على عائد مناسب يتساوى - كحد أدنى - مع قيمة العائد الذي يحصلون عليه على سهم الشركة إعمالاً لمبدأ تساوى العائد المطلوب مع العائد المتوقع.

ونستخلص مما سبق أنه إذا قررت الشركة أن تحتجز جزء من الأرباح فينبغي أن نتأكد في المقام الأول إن هناك فرصة أن يوتي استثمارها لهذه الأرباح المحتجزة بمعدل عائد يتساوى - كحد أدنى - مع معدل العائد على السهم الذي يمكن لحملة تحقيقه على أسهم الشركة أو مع العائد الذي يمكن أن يحققه لأنفسهم لو تسلموا توزيعاتهم كاملة، وإلا فلا يجوز للشركة احتجاز أية أرباح، وعليها حينئذ استخدام مصادر أخرى لتمويل النمو في نشاط الشركة.

ومن هنا، فإن تكلفة الأرباح المحتجزة ترتكز بصفة أساسية على مبدأ توازن العائد للسهم، أي أن العائد المطلوب يتساوى مع العائد المتوقع.

العائد المطلوب = العائد الخالي من المخاطر + علاوة المخاطر = العائد المتوقع = عائد التوزيع + معدل النمو في النشاط

وبناءً عليه يتم احتساب تكلفة الأرباح المحتجزة طبقاً للمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{التوزيع النقدي في تاريخ التوزيع} + \text{معدل نمو النشاط}}{\text{سعر السهم بالسوق}}$$

مثال :

تحتفظ الشركة الوطنية لإنتاج المنتجات الورقية بنسبة عائد على حقوق الملكية ثابتة مقدارها ١٣,٤٪. وتعتزم الشركة توزيع أرباح على المساهمين بنسبة ٤٠٪ من صافي الربح القابل للتوزيع، مع احتجاز نسبة ٦٠٪ بغرض إعادة استثمارها في نشاط الشركة الرئيسي خلال العام المقبل. وأظهرت البيانات الإحصائية - الصادرة من إدارة البحوث الاقتصادية بالشركة - أن قيمة الكوبون النقدي - نتيجة لسياسة التوزيع السابقة - نحو ١٢٤ جنيه للسهم، الذي يتداول حالياً على أساس ٢٣ جنيه، أي أن نسبة التوزيع للسهم تعادل ٥٤٪ فقط ولذلك يجب على إدارة الشركة أن تحقق عائداً - من خلال إعادة استثمار الأرباح المحتجزة - لا يقل عن ٨٪ حتى يتساوى مجموع العائدين مع العائد على السهم لو تم توزيع كامل الأرباح القابلة للتوزيع دون احتجاز.

وبناءً على ذلك يمكن احتساب تكلفة الأرباح المحتجزة طبقاً لما يلي:

معدل نمو النشاط = نسبة الاحتجاز × عائد على حقوق الملكية

$$= ٦٠ \times ١٣,٤ \text{ ٪} = ٨ \text{ ٪}$$

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = (١٢٤ \text{ جنيه} \div ٢٣ \text{ جنيه}) + ٨ \text{ ٪} = ١٣,٤ \text{ ٪}$$

ويعني ذلك أن إدارة الشركة يجب أن تكون قادرة على تحقيق معدل عائد على الأموال المستثمرة من الأرباح المحتجزة يقدر على الأقل بنحو ١٣,٤٪ وذلك تبريرا لاحتجاز أرباح كان من الممكن توزيعها نقدا على المستثمرين وحملة الأسهم.

والآن دعنا نلاحظ النتائج المختلفة التي تم الوصول إليها عن طريق تطبيق النماذج المختلفة لتقدير تكلفة حقوق الملكية.

وفقا لمعادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، بلغ العائد المطلوب علي حقوق الملكية ١٣٪، ثم بتطبيق نموذج نمو التوزيعات اتضح أن الحد الأدنى المطلوب للعائد هو ١٣,٤٪.

وإذا كانت الشركة تعتزم طرح اسهم عادية جديدة في السوق لتمويل النشاط، فمن المنتظر أن تكون قادرة على تلبية احتياجات المساهمين الأصليين، بالإضافة إلى المساهمين الجدد فيما يخص العائد المطلوب علي السهم. والسؤال الآن: ما هو العائد المناسب الواجب على الشركة تحقيقه من خلال استثمار الأموال الزائدة التي يتوقع الحصول عليها نتيجة الطرح واستخدام الأرباح المحتجزة؟ وللإجابة على هذا السؤال يجب تحديد تكلفة الأسهم العادية الجديدة المصدرة.

٣-٣ تكلفة الأسهم العادية الجديدة المصدرة

تمثل تكلفة الأسهم العادية المصدرة حديثا تكلفة الأرباح المحتجزة بعد تغطيتها بتكلفة الإصدار. وعليه تكون تكلفة الأسهم العادية المصدرة حديثا أعلى من تكلفة الأرباح المحتجزة.

تكلفة الإصدار هي ما يحصل عليه مدير الاكتتاب والمروجين والسماصرة من أتعاب نظير إعداد المستندات اللازمة لعملية الطرح، بالإضافة إلى تولي عمليات الترويج وإدارة الاكتتاب حتى تمام العملية بانتقال الاسهم إلى يد المساهمين الجدد.

فعند إصدار اسهم عادية جديدة فإن المساهمين الحاليين لن يقبلوا أن يؤثر ذلك على مستوى العائد الذي يحصلون عليه، كما أن المساهمين الجدد سوف يطالبون بنفس العائد، ولذلك يجب على الشركة أن تحقق عائدا من استثمار حصيلة بيع الأسهم العادية الجديدة يعادل العائد الحالي على الأرباح المحتجزة. ويكون عليها أيضا أن تحقق المزيد من العائد على الاستثمار لتعويض الانخفاض في حصيلة الإصدار نتيجة لتكلفة الإصدار، ولهذا السبب يكون عائد الأسهم الجديدة المصدرة حديثا أكبر من تكلفة الأرباح المحتجزة.

فإذا كانت تكلفة الإصدار تخصم من إجمالي قيمة الطرح، فإنه يكون لزاما على المنشأة تعويض هذا النقص من خلال تحقيق معدل عائد يكفي لمساواة العائد المطلوب للمساهمين الجدد بالعائد المطلوب لقدامى المساهمين، بالإضافة إلى تعويض أثر تكلفة الإصدار على حصيلة الطرح.

ويتم احتساب تكلفة الأسهم المصدرة حديثا باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{تكلفة الأسهم العادية المصدرة حديثا} = \frac{\text{الكوبون النقدي}}{\text{سعر السهم (١-تكلفة الإصدار)}} + \text{معدل نمو النشاط}$$

مثال:

إذا كانت الشركة الوطنية تعتزم إصدار أسهم جديدة لتمويل توسع في النشاط وكانت تكلفة الإصدار تمثل ١٠٪ من سعر الطرح وسهم الشركة يتداول بسعر ٢٣ جنيهاً، باستخدام النتائج التي تم التوصل إليها عند حساب تكلفة الأرباح المحتجزة تكون
تكلفة الأسهم المصدرة حديثاً للشركة الوطنية
$$\frac{124}{23(1-0.1)} = 8\% + 14\% = 22\%$$

فماذا يعني ذلك؟؟

إن مساهمي الشركة يرغبون في تحقيق عائد على أموالهم المستثمرة فيها يساوي ١٣,٤٪، وبالتالي يتحتم على إدارة الشركة تحقيق عائد على الأموال الإضافية - المتحصل عليها منهم - يزيد عن ١٣,٤٪ لتغطية تكلفة إصدار الأسهم الجديدة، أي ١٤٪ كما هو في المثال السابق.

فإذا استطاعت الشركة تحقيق هذا العائد، فإنها سوف تتمكن من الحفاظ على نصيب السهم من الربحية عند الحدود المطلوبة، كذلك من إجراء التوزيع النقدي وفقاً لما هو مخطط لتكون المحصلة النهائية ارتفاع سعر السهم في سوق التداول نتيجة ثقة المستثمرين في نتائج الشركة، ونجاح إدارتها في الاحتفاظ باستقرارها المالي.

أما إذا أخفقت الشركة وحقق معدل أقل من ١٤٪، في هذه الحالة سوف تنخفض قيمة التداول للسهم الأمر الذي يعني انخفاض القيمة السوقية للشركة.

يبقى احتمال أن تتمكن الشركة من تحقيق عائد يفوق ١٤٪، في هذه الحالة سوف تزيد قيمة أسهم الشركة زيادة مطردة وسريعة.

والخلاصة: إن الأموال المتحصلة من إصدار أسهم جديدة يجب أن تعمل بكفاءة أكثر من تلك المتحصل عليها باستخدام الأرباح المحتجزة حتى تتمكن الشركة من الاحتفاظ بقيمتها، بل وزيادتها نتيجة زيادة ثقة المستثمرين بها.

حساب متوسط تكلفة لإجمالي مصادر التمويل

بعد أن انتهينا من عرض مفاهيم وطرق قياس تكلفة التمويل المرتبطة بمصادر التمويل علينا أن نعرض مفهوم وطريقة قياس التكلفة الكلية للتمويل والتي تتوقف على تركيبة الخليط المكون للهيكل المالي وتكلفة كل عنصر منه. ونظراً لأن نسبة العناصر المكونة للخليط وتكلفتها ليست متساوية، فإنه يصبح من الخطأ استخدام المتوسط الحسابي البسيط لتقدير تكلفة التمويل، ويصبح المتوسط الحسابي المرجح لتكلفة التمويل ضرورة لا مناص منها.

يتم حساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل بعد ترتيب مصادر التمويل المتاحة للشركة حسب طبيعتها، بين حقوق الملكية والديون، ومن ثم تحديد قيمة إجمالي مصادر التمويل هذه مجتمعة، وأخيراً تحديد الوزن النسبي لكل مصدر إلى إجمالي مصادر التمويل.

- وفي ضوء ذلك يتم حساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل وفقا للخطوات التالية:
١. ترتيب بنود الديون وحقوق الملكية وفقا لما هو ظاهر بميزانية الشركة أو المركز المالي في تاريخ التقييم.
 ٢. تجميع كافة البنود المكونة للديون وحقوق الملكية للوصول إلى إجمالي مصادر التمويل.
 ٣. قسمة كل بند من بنود التكلفة سواء في الديون أو حقوق الملكية على إجمالي مصادر التمويل للحصول على الوزن النسبي لكل بند بالنسبة لإجمالي مصادر التمويل في شكل نسبة مئوية.
 ٤. احتساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل باستخدام المعادلة التالية:



وبهذا يكون قد تم تحديد تكلفة التمويل أو سعر الخصم الذي على أساسه يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة لتحديد قيمة الشركة وقيمة السهم العادلة.

ويمكن ترجمة المعادلة السابقة إلى ما يلي:

$$\begin{aligned} \text{المتوسط المرجح لتكلفة التمويل} = & (\text{تكلفة مصدر التمويل (١)}) \times (\text{نسبة المصدر (١) من إجمالي مصادر التمويل}) + \\ & (\text{تكلفة مصدر التمويل (٢)}) \times (\text{نسبة المصدر (٢) من إجمالي مصادر التمويل}) + \\ & (\text{تكلفة مصدر التمويل (٣)}) \times (\text{نسبة المصدر (٣) من إجمالي مصادر التمويل}). \end{aligned}$$

ويبقى السؤال هنا عن الأوزان النسبية الواجب استخدامها في عملية الترجيح. فطبقاً للخطوات السابقة تم الاعتماد على القيم الدفترية لمصادر التمويل ولكن هل يمكن أن تستخدم القيم السوقية؟

وقبل الإجابة على هذا التساؤل يجب أن يكون واضحاً في ذهنك الفرق بين كل من القيمتين الدفترية والسوقية لمصادر التمويل. فالقيمة الدفترية يمكن الوصول إليها من خلال القوائم المالية للمنشأة (الميزانية العمومية وقائمة الأرباح والخسائر) فعلى سبيل المثال قد تكون القيمة السوقية لسند أصدرته شركة ما ٩٥٠ جنيه في حين أن قيمته الدفترية هي ١٠٠٠ جنيه، وكذلك الحال بالنسبة للأسهم العادية والممتازة فقد تختلف القيم السوقية عن الدفترية بفعل أسعار التداول السائدة.

وعليك أن تعلم أن استخدام الأوزان المرجحة ممثلة في القيم السوقية لمصادر التمويل المرجحة يعكس تكلفة التمويل وقت الاستثمار الفعلي بخلاف استخدام القيم الدفترية التي تعكس الموقف وقت تدبير مصادر التمويل. وعلى الرغم من ذلك فإن معظم المنشآت تستخدم الترجيح وفقاً للقيم الدفترية.

مثال:

يتكون الهيكل التمويلي لإحدى الشركات من:

- ٤٠٠٠ سند بقيمة اسمية ٢٠٠٠ جنيه للسند الواحد وكوبون ١٠٪، سعر الضريبة ٥٠٪ والقيمة السوقية للسند ١٨٠٠ جنيه.
- ٢٠٠٠٠ سهم ممتاز بقيمة اسمية ٢٠٠ جنيه للسهم وقيمة الربح الموزع ٢٤ جنيه للسهم.
- ٤٠٠٠٠٠ سهم عادي بقيمة اسمية ٧٠ جنيهها للسهم وقيمة سوقية ٧٦ جنيهها وتكلفة السهم العادي ٢٤٪.

هيكل التمويل	القيمة الدفترية لمصادر التمويل	الأهمية النسبية (١)	التكلفة المحسوبة (ب)	التكلفة المرجحة (١) × (ب)
سندات	$8000000 = 2000 \times 4000$	٢٠٪	$10\% = (50\% - 1\%)$	١٠٪
أسهم ممتازة	$4000000 = 200 \times 20000$	١٠٪	$12\% = 200 / 24$	١٢٪
أسهم عادية	$28000000 = 70 \times 400000$	٧٠٪	٢٤٪	١٦٪
الإجمالي	٤٠٠٠٠٠٠٠	١٠٠٪		١٩٪

أهمية استخدام تكلفة التمويل عند اتخاذ قرارات الاستثمار

تستخدم تكلفة التمويل كأساس لتقييم الاقتراحات الاستثمارية - بطريقة مباشرة - كمعدل خصم لإيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية لمشروعات الإنفاق الرأسمالي عند استخدام أسلوب صافي القيمة الحالية، أو تستخدم - بطريقة غير مباشرة - كمعيار في أسلوب معدل العائد الداخلي على الاستثمار فلا يتم قبول البدائل التي يقل معدل العائد الداخلي على الاستثمار بها عن تكلفة التمويل وهو الحد الأدنى من معدل العائد الواجب تحقيقه على الاستثمار.

العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة الشركة

عليك أن تعلم عزيزي القارئ أن كل ما سبق عرضه في الأجزاء السابقة من هذا الدليل بشأن مصادر التمويل وقرارات الاستثمار وتكلفة الاستثمار ينعكس أثره بصورة جلية في قيمة الشركة، فقيمة أي نشاط هي عبارة عن دالة لفرضين أساسيين، الأول هو إجمالي المخاطر التي تؤثر على حجم التدفقات النقدية التي يدرها هذا النشاط خلال فترة زمنية محددة، والثاني هو تكلفة التمويل أو سعر الخصم الملائم لدرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار في هذا النشاط خلال نفس الفترة الزمنية.

وتمثل محددات القيمة بنود الميزانية وقائمة الأرباح والخسائر مجتمعين، مما يشير الى حقيقة تكامل هذه البنود بل وضرورة تفاعلها مع بعضها بصورة سليمة حتى تتحقق الزيادة المنشودة في النشاط ومن ثم في قيمة الشركة.

ويمكن استخدام المتوسط المرجح لتكلفة التمويل لتقدير قيمة الشركة وفقا لمجموعة من الخطوات والإجراءات يمكن تلخيصها فيما يلي: -

المتوسط المرجح لتكلفة التمويل

$$\text{قيمة الشركة} = \frac{\sum \text{التدفق النقدي س}}{\text{س} = 1 + (\text{تكلفة التمويل س})}$$

س : توقيت التدفق النقدي

ن : العمر الافتراضي للتدفقات النقدية المستقبلية

١. تجميع القوائم المالية لخمسة سنوات سابقة على تاريخ التقييم. وفي حالة ما إذا كانت الشركة جديدة وتقل سنوات تشغيلها عن الفترة المذكورة ، فإنه يتم تجميع البيانات المطلوبة عن الفترة السابقة على تاريخ التقييم بالكامل.

٢. يتم إعادة تبويب القوائم المالية بما يتماشى مع مبادئ وأهداف واحتياجات وإجراءات التحليل المالي وباستخدام النسب والمؤشرات المالية للوقوف على رؤية واضحة لمحددات القيمة بالشركة ومستوى أدائها.

٣. احتساب معدل الخصم أو المتوسط المرجح لتكلفة التمويل وفقا لما سبق الإشارة إليه.

٤. إعداد قائمة التدفقات النقدية المستقبلية الحالية من الديون.

٥. خصم التدفقات النقدية للشركة باستخدام معدل الخصم الذي تم تقديره في الخطوة رقم (٣) عن طريق ضرب معامل الخصم في التدفق النقدي لكل سنة (التدفق النقدي للسنة الأولى X معامل الخصم للسنة الأولى).

٦. تجميع التدفقات النقدية المخصومة للحصول على التدفقات النقدية المخصومة التراكمية.

٧. احتساب القيمة المتبقية للنشاط باستخدام صافي ربح التشغيل بعد الضريبة لأخر سنة من سنوات التنبؤ باستخدام المعادلة التالية علماً بأن هناك أساليب أخرى لاحتساب القيمة المتبقية لا يتسع المجال لذكرها في هذا الموضع.

$$\text{القيمة المتبقية} = \frac{\text{صافي ربح التشغيل بعد الضرائب لأخر سنة}}{\text{سعر الخصم المستخدم}}$$

٨. بعد حساب القيمة المتبقية للشركة، يتم حساب القيمة الحالية لها، وذلك باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{القيمة الحالية للقيمة المتبقية} = \text{القيمة المتبقية} \times \text{معامل الخصم للسنة الأخيرة}$$

٩. احتساب قيمة الشركة وحقوق الملاك / المساهمين طبقا لما يلي:

القيمة الحالية لإجمالي التدفقات النقدية المستقبلية الخالية من الديون:
+ القيمة الحالية للقيمة المتبقية
+ القيمة الدفترية للنقدية الزائدة عن احتياجات التشغيل
+ القيمة السوقية للأصول غير العاملة (إن وجد)

قيمة الشركة
- الديون

قيمة حقوق الملاك / المساهمين

١٠. القيمة العادلة للسهم هي عبارة عن حاصل قسمة صافي قيمة حقوق الملاك/ المساهمين على عدد أسهم رأس المال العادية في تاريخ التقييم.

ونتعرض فيما يلي لبعض النقاط التي يجب أخذها في الاعتبار:

● أن قيمة الشركة تحسب على أساس صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة من النشاط، وهذا هو الأسلوب الأمثل عند المفاضلة بين البدائل المتعددة للتمويل أو للاستثمار حيث أنه يأخذ في الاعتبار القيمة الزمنية للنقد والتي تنعكس في سعر الخصم.

● أن القيمة المتبقية للشركة يتم حسابها على أساس صافي أرباح التشغيل وليس على قيمة الأصول الثابتة أو الأصول الإنتاجية، ويرجع السبب في هذا إلى أن الغرض من عملية التقييم ينحصر - بصفة أساسية - في تحديد قيمة النشاط على أساس أن الشركة عاملة ومستمرة في النشاط وأن التقييم لا يتم بغرض التصفية. وقد يتم استخدام صافي قيمة الأصول طويلة الأجل عند حساب القيمة المتبقية في بعض الأحوال كبيع حصة كبيرة من رأس مال الشركة لمستثمر إستراتيجي أو لمجموعة من المستثمرين، أو كما في حالات الاندماج أو الاستحواذ.

● أن التدفقات النقدية المستخدمة لعملية التقييم هي تدفقات نقدية خالية من الديون، ويستهدف ذلك تحقيق نوع من التوازن بين الالتزامات والحقوق لطرفي هيكل التمويل ففوائد التمويل بالدين يتم سدادها خصما من مجمل الربح قبل الضرائب، في حين نجد أن التوزيعات الممتازة وتوزيعات الأسهم العادية يتم الوفاء بها خصما من صافي الربح بعد الضرائب ونظرا لارتباط العائد بالمخاطر - من جهة - ولدراسة تأثير الوفورات الضريبية على عائد النشاط، ومن ثم نصيب السهم من الربحية، فإنه يتم حساب تكلفة التمويل بعد الضريبة.

وتجدر الإشارة في هذا المجال إلى أن تحديد قيمة الشركة باستخدام طريقة صافي التدفقات النقدية المخصومة ليست الطريقة الوحيدة التي يستخدمها المحللون الماليون لتحديد قيمة الشركة أو السهم وإن كانت أكثر الطرق شيوعا في الاستخدام.



الفصل الرابع

المفاضلة بين مصادر التمويل والمزيج التمويلي الأمثل

- ٥٥ • الاعتبارات المحددة لتكوين المزيج التمويلي
- ٥٦ • أساليب تحديد المزيج التمويلي الأمثل
- ٦٣ • اعتبارات خاصة بتوفير تمويل إضافي
- ٦٤ • أهداف ومتطلبات جهات التمويل المختلفة
- التزامات شركتك في حالة اللجوء إلى سوق المال
- ٧٠ • للحصول على تمويل إضافي

إذا اتخذت قراراً استثمارياً وعقدت العزم على الاستعانة بمصادر تمويل أخرى - بخلاف أموالك وأموال زوجتك وأولادك - لتمويل الإنفاق الاستثماري المطلوب لشركتك هنا تنبثق أهمية هذا الفصل الذي يساعدك في التعرف على:

- كيفية المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة لتعظيم قيمة شركتك وحقوق الملاك بها.
- كيفية ترتيب أوراقك بصورة تعينك على استقطاب الأموال المطلوبة من مصادر التمويل المتاحة التي وقع اختيارك عليها.

الاعتبارات المحددة لتكوين الميزج التمويلي

هناك العديد من الاعتبارات التي تلعب دوراً مؤثراً في تكوين ميزج تمويلي مناسب يؤدي إلى تعظيم قيمة المنشأة لحملة الأسهم / الملاك، ويحفزهم بالتالي على الاحتفاظ بسهم الشركة وعدم التصرف فيه لأطول فترة ممكنة.

ويتوقف العائد المتوقع على مدى صواب قراراتك فيما يتعلق بالنشاط الاستثماري الذي ترغب في تنفيذه وكيفية اختيارك لمصادر تمويله. فمن المعلوم أن تشكيلة الأصول التي تستثمر فيها الشركة مصادر أموالها، تقوم بتوليد التدفقات النقدية التي تمثل عائد النشاط. فإذا كانت الشركة ممولة بالكامل من خلال حقوق الملكية فإن هذه التدفقات النقدية تؤول بالكامل إلى حملة الأسهم العادية من المستثمرين.

وعلى العكس مما سبق، إذا قررت الشركة تمويل استثماراتها من خلال استخدام الأسهم الممتازة أو الأموال المقترضة، أو كلاهما، فإن ذات التدفقات النقدية توزع بين الدائنين وحملة الأسهم.

ولتحديد الميزج التمويلي الأمثل، عليك الإجابة على التساؤلات التالية:-

- هل يتم استخدام الديون إلى جانب حقوق الملكية في تكوين الميزج التمويلي أم لا؟
- وإذا كانت الإجابة على السؤال السابق بالإيجاب فما هي الحدود المناسبة لاستخدام هذه الديون؟

وعليك أن تعلم أن المعيار الأساسي الواجب استخدامه في القطع بمدى جدوى استخدام الديون وحدود استخدامها من عدمه يتمثل في تعظيم قيمة الملاك / المساهمين داخل نطاق مدروس من المخاطرة. ومن هذا المنطلق يؤثر في تحديد الميزج التمويلي الكثير من العوامل منها على سبيل المثال لا الحصر:

- تكلفة التمويل وتتوقف على نوع الخليط الذي يتكون منه هيكل التمويل المقترح، فالهيكل الذي يعمل على خفض هذه التكلفة يؤثر إيجابياً على قيمة الشركة ومن ثم ثروة حملة أسهمها العادية.

- نصيب السهم من الربحية والذي ينعكس بصورة مباشرة في مجمل الربح قبل الفوائد والضرائب والعائد علي حقوق الملكية.
- قدرة المنشأة على مواجهة متطلبات خدمة الدين أي سداد التزاماتها قصيرة الأجل في مواعيد استحقاقها دون خسائر وهو ما يطلق عليه درجة أو حالة اليسر المالي الفني.
- سعر الفائدة السائد في السوق، فانخفاض سعر الفائدة - وقت صناعة القرار الخاص بالمزيج التمويلي - يكون عاملاً مشجعاً في اتجاه زيادة الاعتماد على التمويل عن طريق الاقتراض والعكس صحيحاً.

أساليب تحديد المزيج التمويلي الأمثل

هناك عدة أساليب لاختيار المزيج التمويلي الأمثل نذكر منها:

أسلوب تكلفة التمويل

أسلوب أرباح التشغيل

١- أسلوب تكلفة التمويل

يعتمد على المتوسط المرجح لتكلفة التمويل للوقوف على المزيج التمويلي الأمثل. ويتم ذلك بتحديد مصادر التمويل المتاحة أمام المنشأة وتكلفة كل منها ثم يتم تغيير وزن كل مصدر من إجمالي المصادر واحتساب تأثير ذلك على تكلفة التمويل وبالتالي قيمة المنشأة وحقوق الملاك / المساهمين.

مثال:

يوضح الجدول التالي قيمة الشركة عند مستويات مختلفة من الرافعة التمويلية:

نسبة القروض إلى حقوق الملكية (%)	تكلفة حقوق الملكية (%)	تكلفة الديون (%)	المتوسط المرجح تمويل الأصول (%)	قيمة المنشأة بالألف جنيه (١) (%)
٠	١٢,٤٠	٥,٣١	١٢,٤٠	١٧٩٤٤
١٠	١٢,٧٠	٥,٣١	١١,٩٧	١٧٨٩٤
٢٠	١٣,١٠	٥,٥٧	١١,٥٩	١٨٧١٢
٣٠	١٣,٦٠	٥,٥٧	١١,٣٠	١٩٤١٠
٤٠	١٤,٢٧	٦,٠٨	١١,٠٠	١٦٩٩٣
٥٠	١٥,٢١	٧,٦٨	١١,٤٥	١٢٠٣٥
٦٠	١٧,١٢	١٠,٠٢	١٢,٨٦	١٠٢٤٤
٧٠	٢٠,٤٠	١٢,٠٩	١٤,٥٨	٨٦٧٠
٨٠	٢٦,٦٠	١٢,٥١	١٥,٣٣	٨١٢٦
٩٠	٤٦,٨٢	١٤,٩٧	١٧,٩٩	٥٥٣٩

في ضوء ما سبق فإن أفضل نسبة ديون إلى حقوق ملكية تبلغ ٣٠٪، إذ إنها تمثل النسبة التي تعظم قيمة المنشأة.

١ لمزيد من التفاصيل ارجع إلى الفصل الثالث

٢- أسلوب أرباح التشغيل

يعتبر أسهل أسلوب لتحديد نسبة الاقتراض المثلى. ويقوم على تحليل مستوى أرباح التشغيل لتحديد مستوى الاقتراض الذي يمكن عنده تعظيم العائد على السهم بدون مواجهة مخاطر عدم القدرة على السداد. ويعتمد هذا الأسلوب على تحديد العلاقات التالية:

- علاقة المزيغ التمويلي بربحية السهم.
- علاقة المزيغ التمويلي بالعائد على حقوق الملكية.
- علاقة المزيغ التمويلي بتحليل التعادل.

١-٢ العلاقة بين المزيغ التمويلي وربحية السهم

إن الهدف الأساسي من الاعتماد على الديون كمصدر تمويلي إلى جانب رأس المال ينحصر في تعظيم معدل العائد على حقوق الملكية أي ربحية السهم العادي فالرافعة المالية، والتي يقصد بها التمويل عن طريق الاقتراض، تعتبر أمراً مرغوباً فيه إذا نتج عن استخدام المنشأة للديون عائداً يزيد عن التزامات تلك الديون بحيث يعود العائد الإضافي إلى حملة الأسهم العادية، وهنا يتطلب الأمر العمل على:

- تحديد العلاقة بين الربح قبل الفوائد والضرائب ونصيب السهم العادي من الربح، في ظل البدائل التمويلية المتاحة.
- تحديد مدى تأثير ربح السهم بتغير حجم ونسبة الديون المستخدمة في المزيغ التمويلي.

وفي سبيل تحقيق هذه الأغراض، سوف نتناول في المثال التالي ثلاثة هياكل تمويلية:

مثال:			
الهياكل التمويلية المقترحة			
البيان	(١)	(٢)	(٣)
الرافعة المالية	صفر %	٣٠ %	٧٠ %
ديون بمعدل فائدة ٨ %	—	٣ مليون	—
ديون بمعدل فائدة ١٢ %	—	—	٧ مليون
رأس مال مملوك (٥٠٠ ج للسهم)	١٠ مليون	٧ مليون	٣ مليون
عدد الأسهم العادية (بالآلاف)	٢٠	١٤	٦
إجمالي قيمة التمويل	١٠ مليون	١٠ مليون	١٠ مليون

ويلاحظ أن حجم التمويل متساو في الثلاثة بدائل بينما ينحصر الاختلاف في:

- المزيغ التمويلي.
- عدد الأسهم العادية حيث ينخفض العدد كلما زادت نسبة الرافعة المالية.
- معدل الفائدة على الديون فيلاحظ أنه يرتفع في البديل الثالث نتيجة زيادة الاعتماد على الديون وهو ما يرفع من مخاطر التوقف عن سداد التزامات الديون.

وبالرجوع إلى قائمة الأرباح والخسائر لبدائل التمويل الثلاث يمكننا تحديد نصيب السهم الواحد من الأرباح القابلة للتوزيع طبقاً لكل بديل كما يلي:

مثال:

البيان	(١)	(٢)	(٣)
قيمة المبيعات	٥ مليون	٥ مليون	٥ مليون
ربح التشغيل	١ مليون	١ مليون	١ مليون
- فوائد الديون	(-)	(٢٤٠.٠٠٠)	(٨٤٠.٠٠٠)
الربح قبل الضرائب	١ مليون	٧٦٠.٠٠٠	١٦٠.٠٠٠
ضرائب (٥٠٪)	(٥٠.٠٠٠)	(٣٨٠.٠٠٠)	(٨٠.٠٠٠)
صافي الربح القابل للتوزيع	٥٠.٠٠٠	٣٨٠.٠٠٠	٨٠.٠٠٠
نصيب السهم العادي من الربح	٢٥ جنية	٢٧,١ جنية	١٣,٣ جنية

ويتضح مما سبق أن البديل الثاني هو أفضل البدائل التمويلية من حيث نصيب السهم العادي من الربح القابل للتوزيع، الأمر الذي يؤكد أن اختلاف المزيغ التمويلي له اثر ملموس على الأرباح المتبقية للأسهم العادية.

كما يتأكد ان الاعتماد على قدر معين من التمويل بالديون يعكس هيكلًا متوازنًا من وجهة نظر المقرضين والمساهمين معًا وذلك في ظل مستوى معين لصافي ربح التشغيل (الربح قبل الفوائد والضرائب) ويترتب على هذا الهيكل المتوازن إمكانية الحصول على الديون بمعدل فائدة منخفض، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى تعظيم ربح السهم.

في حين أن المبالغة في الاعتماد على الديون -كما في البديل الثالث - تعكس هيكلًا تمويليًا يتصف بعدم التوازن نظراً لتزايد المخاطرة المالية، وهو ما يؤدي إلى رفع المقرض لمعدل الفائدة وبالتالي انخفاض الأرباح المتبقية للأسهم العادية.

والسؤال الآن... هل تبقى النتائج كما هي في حالة تغير مستوى المبيعات؟ وللإجابة على هذا السؤال سوف نفترض زيادة قيمة المبيعات إلى ١٥ مليون جنية ونرى الموقف بالنسبة لنصيب السهم من الأرباح في ضوء بدائل التمويل المختلفة طبقاً لما يلي:

مثال:

البيان	(١)	(٢)	(٣)
قيمة المبيعات	١٥ مليون	١٥ مليون	١٥ مليون
ربح التشغيل	٣ مليون	٣ مليون	٣ مليون
- فوائد الديون	(-)	(٢٤٠.٠٠٠)	(٨٤٠.٠٠٠)
الربح قبل الضرائب	٣ مليون	٢٧٦٠.٠٠٠	٢١٦٠.٠٠٠
ضرائب (٥٠٪)	(١٥٠.٠٠٠)	(١٣٨٠.٠٠٠)	(١٠٨٠.٠٠٠)
صافي الربح القابل للتوزيع	١٥٠.٠٠٠	١٣٨٠.٠٠٠	١٠٨٠.٠٠٠
نصيب السهم العادي من الربح	٧٥ جنية	٧٥,٩٨ جنية	١٨٠ جنية

ويتضح مما سبق أنه عند المستوى الأعلى لقيمة كل من المبيعات وصافي ربح التشغيل نجد أن استخدام الديون بشكل متزايد يؤدي إلى تعظيم قيمة الربح القابل للتوزيع وبالتالي نصيب السهم من الربح. ومعنى ذلك أنه عندما يرتفع مستوى المبيعات - في حالات الرواج الاقتصادي - تؤدي زيادة الاعتماد على التمويل بالديون إلى نتائج إيجابية تتمثل في تعظيم نصيب السهم من الربحية.

وعند مستويات أقل من صافي ربح التشغيل تعكس مستوى متوسط للمبيعات - يمثل حالة من الحالات العادية للاقتصاد - فإن الاعتماد على قدر محدود من الديون يؤدي إلى نتائج إيجابية تتمثل في تعظيم نصيب السهم من الربح القابل للتوزيع.

ومن المؤكد أنه عند المستويات المنخفضة لربح التشغيل - والتي تعكس العمل في ظل حالات الكساد الاقتصادي - فإن الاعتماد على التمويل بالديون يؤدي إلى نتائج سلبية تتمثل في تدهور نصيب السهم من الربح القابل للتوزيع.

٢-٢ العلاقة بين الميزج التمويلي والعائد على حقوق الملكية

بصفة عامة يعتمد التآرجح في نصيب السهم من الربحية في الشركات الممولة بالكامل بحقوق الملكية على التذبذبات في مستوى أرباح التشغيل أي على مخاطر النشاط. وعليك أن تعلم انه كلما زادت مخاطر نشاط الشركة والتي قد تعكس في انخفاض قيمة المبيعات، يصبح إقرار ميزج تمويلي يؤدي إلى خفض درجة الاعتماد على التمويل بالديون أمراً حتمياً لخفض درجة المخاطر التمويلية والعكس صحيح.

فمبادلة جزء من حقوق الملكية بديون يعني إضافة مخاطر جديدة علي حملة الأسهم العادية فخدمة الدين تؤثر مباشرة على مستوى مجمل الربح قبل الفوائد والضرائب، مما يعني أن استخدام الرافعة المالية يزيد من حجم المخاطر التي يتحملها حملة الأسهم العادية، وينعكس ذلك على العائد على حقوق الملكية ومن ثم نصيب السهم المتوقع من الأرباح.

فإذا قررت الاقتراض يجب أن تكون حريصاً على استثمار وتشغيل هذه القروض بمعدل عائد أعلى من تكلفة الاقتراض لتتمكن من:

- الوفاء بالتزامات الديون في مواعيد استحقاقها، وهو ما يؤدي إلى تحسن الموقف الائتماني لشركتك ويدعم موقفك عند حاجتك إلى طلب ديون جديدة.
- تعظيم عائد الملاك/ المساهمين من خلال تحقيق أرباح صافية قابلة للتوزيع أكبر من قيمتها في حالة عدم استخدام التمويل بالديون، وذلك على الرغم من تحمل الشركة لخطر من المخاطر المرتبطة بالتمويل عن طريق الديون.

ويتم احتساب العائد على حقوق الملكية طبقاً للمعادلة التالية:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح القابل للتوزيع}}{\text{حقوق الملكية}}$$

٣-٢ العلاقة بين الميزج التمويلي وغيلل التعادل

يساعدنا هذا التحليل على تحديد مدى تأثير الميزج التمويلي على كل من الربح قبل الفوائد والضرائب ونصيب السهم من الربحية وهو ما يطلق عليه نقطة التعادل بينهما. فاستخدام القروض ينتج عنه زيادة مصروفات خدمة الدين وبالتالي انخفاض الربح بصفة عامة بمقدار فوائد القروض.

ولحساب نقطة التعادل باستخدام البدائل التمويلية المختلفة دعنا نعرض المثال التالي:

مثال:

نفترض أن الشركة الوطنية للمنتجات الورقية قامت بتمويل استثماراتها طويلة الأجل -والبالغة ١٠ مليون جنيه مصري- من خلال طرح أسهم عادية (٢٠٠٠٠٠ سهم). وإن إدارة الشركة تفكر حالياً في توفير تمويل إضافي للتوسع خلال الفترة القادمة بمبلغ ٥ مليون جنيه مصري وذلك من خلال ثلاثة هيكل تمويلية:

البديل الأول: طرح أسهم عادية على أساس سعر التداول الحالي لسهم الشركة (٥٠ جنيه / سهم)، مما سوف يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم العادية بعدد ١٠٠٠٠٠ سهم

البديل الثاني: الحصول على قرض من البنوك بسعر فائدة ١٢٪ سنوياً

البديل الثالث: طرح أسهم ممتازة بعائد ممتاز ١١٪

فإذا كانت الشركة قادرة على تحقيق ربح قبل الفوائد والضرائب يبلغ ١,٥ مليون جنيه قبل التوسعات المقترحة، ويتوقع أن يرتفع حجم الربح قبل الفوائد والضرائب بعد تنفيذ التوسعات إلى نحو ٢,٧ مليون جنيه أي بنسبة زيادة ٨٠٪. وإن معدل الضريبة على الدخل المطبق على الشركة يبلغ ٤٠٪.

يظهر الجدول التالي أثر استخدام كل بديل من البدائل المتاحة على نصيب السهم من الربحية:

أرباح قبل الفوائد والضرائب	قرض مصرفي	أرباح قبل الفوائد والضرائب	أرباح قبل الفوائد والضرائب
٢٧٠.٠٠٠.٠٠٠	٢٧٠.٠٠٠.٠٠٠	٢٧٠.٠٠٠.٠٠٠	أرباح قبل الفوائد والضرائب
٠	٦٠.٠٠٠.٠٠٠	٠	الفوائد
٢٧٠.٠٠٠.٠٠٠	٢١٠.٠٠٠.٠٠٠	٢٧٠.٠٠٠.٠٠٠	الربح قبل الضرائب
١٠٨.٠٠٠.٠٠٠	٨٤.٠٠٠.٠٠٠	١٠٨.٠٠٠.٠٠٠	الضرائب على الدخل - ٤٠٪
١٦٢.٠٠٠.٠٠٠	١٢٦.٠٠٠.٠٠٠	١٦٢.٠٠٠.٠٠٠	الربح بعد الضرائب
٥٥.٠٠٠.٠٠٠	٠	٠	التوزيعات الممتازة
١٠٧.٠٠٠.٠٠٠	١٢٦.٠٠٠.٠٠٠	١٠٧.٠٠٠.٠٠٠	صافي الربح القابل للتوزيع
٢٠.٠٠٠.٠٠٠	٢٠.٠٠٠.٠٠٠	٣٠.٠٠٠.٠٠٠	على حملة الأسهم العادية
٥,٣٥	٦,٣٠	٥,٤٠	عدد أسهم رأس المال العادية
			نصيب السهم من الربحية

ويتضح من هذا الجدول أن نصيب السهم من الربحية يبلغ ٥,٤ و ٦,٣ و ٥,٣٥ (جنيه / للسهم) وذلك عند استخدام الأسهم العادية أو القروض المصرفية أو الأسهم الممتازة على التوالي في تمويل مشروع التوسع المقترح.

وهنا عليك أن تعلم عزيزي القارئ أن اختيار البديل الأمثل لتمويل المشروع لا يتوقف فقط على نصيب السهم من الربحية، وإنما يعتمد أيضاً على مستوى الربح قبل الفوائد والضرائب الذي يحقق هذا النصيب المحدد للسهم من الربحية. وهنا يمكن استخدام مستوى افتراضي للعائد قبل الفوائد والضرائب يزيد أو يقل عن المستوى المقدر في قائمة الدخل (٢,٧ مليون جنيه) ولكن من المهم أن يكون هذا المعدل الافتراضي غير مبالغ فيه وفي الحدود الواقعية الممكن للشركة تحقيقها.

وفي المثال السابق يتم حساب الربح قبل الفوائد والضرائب المكافئ لكل مستوى من نصيب السهم من الربحية تحت كل بديل تمويلي باستخدام معادلة حساب نصيب السهم من الربحية أخذاً في الاعتبار التكاليف التمويلية الثابتة لكل بديل.

ويتم حساب نصيب السهم من الربحية عند مستوي تقديري من الربح قبل الفوائد والضرائب باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{نصيب السهم من الربحية} = \frac{(ع - ف)(١ - ض د) - م}{س}$$

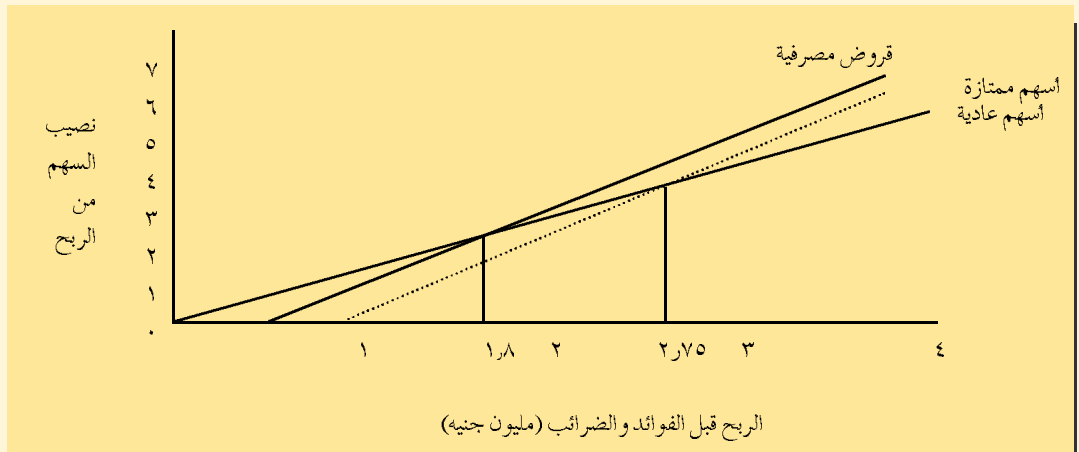
×ع	الربح قبل الفوائد و الضرائب
ف	فوائد التمويل
ض د	معدل الضريبة علي الدخل
م	التوزيعات الممتازة
س	عدد أسهم رأس المال العادية

ويتم التعويض في المعادلة للوصول إلى النتائج التالية للربح قبل الفوائد والضرائب:

$$\begin{aligned} \text{في حالة التمويل بالقروض المصرفية} &= (ع - ٦٠٠٠٠٠٠)(١ - ٤٠\%) - ٠ = ٦٠٠٠٠٠٠ \\ \text{في حالة التمويل بالأسهم الممتازة} &= (ع - ٥٥٠٠٠٠٠)(١ - ٤٠\%) - ٠ = ٩١٦٦٦٧ \end{aligned}$$

وبهذا يكون عليك تحقيق ربح قبل الفوائد والضرائب عند استخدام التمويل بالقروض المصرفية يساوي ٦٠٠٠٠٠٠ جنيه حتى تتمكن من تغطية التكاليف الثابتة لهذا البديل، وبالمثل عليك أن تحقق ٩١٦٦٦٧ جنيه كربح قبل الفوائد والضرائب لتغطية التكاليف الثابتة للتمويل باستخدام الأسهم الممتازة.

وباستخدام هذه الفروض والنتائج الظاهرة في المثال السابق، يمكن رسم خريطة نقطة التعادل المالي والتي تظهر نقطة التعادل بين بديلين أو أكثر من بدائل التمويل، وذلك على النحو الظاهر بالرسم البياني التالي:



بدراسة الشكل البياني السابق يتضح ما يلي:

١. أن كل بديل يمثل خط مستقيم هو علاقة بين نقطتين نصيب السهم من الربحية على المحور الرأسي، والربح قبل الفوائد والضرائب اللازم لتغطية تكاليف التمويل الثابتة على المحور الأفقي.

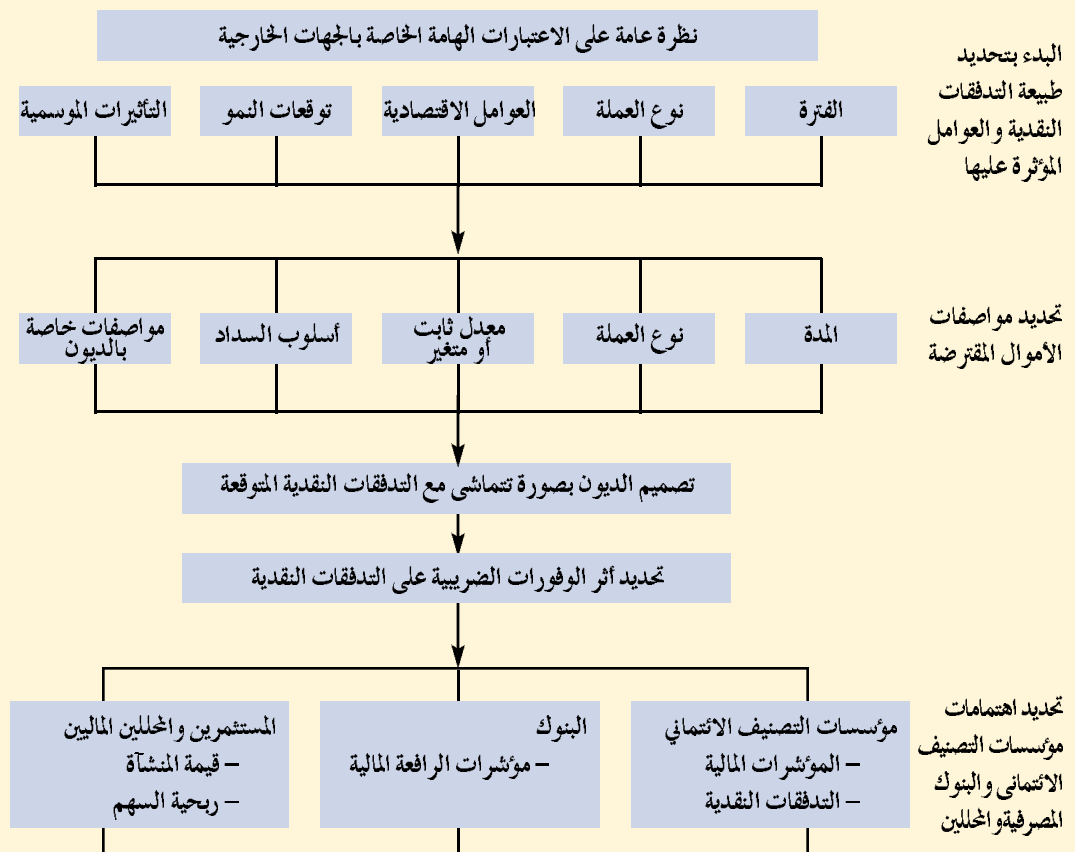
٢. أن التمويل باستخدام الأسهم العادية يمثل البديل الأساسي للشركة، حيث أن الإدارة يمكنها تغطية التمويل عن طريق طرح أسهم عادية، وعليه فإن نقطة التعادل المنشودة يتوقع أن تكون بين هذا البديل وأي من البدائل الأخرى المتاحة.
٣. أن نقطة التعادل الأولى تقع عند تقاطع منحنيي التمويل بالقروض المصرفية والتمويل باستخدام الأسهم العادية وعند مستوى ربح قبل الفوائد والضرائب يبلغ ١,٨ مليون جنيه.
٤. فإذا كان من المتوقع أن تحقق الشركة ربحاً قبل الفوائد والضرائب عند تنفيذ مشروع التوسع، أقل من ١,٨ مليون جنيه، يكون التمويل من خلال طرح أسهم عادية هو الأمثل، إذ يمكن الشركة من تحقيق مستوى عالٍ من نصيب السهم من الربحية. أما إذا تمكنت من تحقيق مستوى ربح قبل الفوائد والضرائب أعلى من ١,٨ مليون جنيه، فإن التمويل باستخدام القروض المصرفية يصبح البديل الأمثل، إذ يمكن الشركة من تحقيق مستويات أعلى لنصيب السهم من الربحية عما لو تم باستخدام الأسهم العادية.
٥. أن نقطة التعادل الثانية تقع عند تقاطع منحنيي التمويل باستخدام الأسهم الممتازة والتمويل باستخدام الأسهم العادية وعند مستوى ربح قبل الفوائد والضرائب يبلغ ٢,٧٥ مليون جنيه.
٦. فإذا تمكنت الشركة من تحقيق مستوى ربح قبل الفوائد والضرائب أعلى من هذه النقطة يكون بديل التمويل باستخدام الأسهم الممتازة هو الأمثل حيث يمكن الشركة من تحقيق مستويات مرتفعة لنصيب السهم من الربحية، وبالعكس فإنه عند تحقيق ربح قبل الفوائد والضرائب أقل من ٢,٧٥ مليون جنيه يصير استخدام الأسهم العادية هو البديل الأمثل.
٧. لا توجد نقطة تعادل بين الأسهم الممتازة والقروض المصرفية، كما أن بديل استخدام القروض المصرفية يسود على البديلين الآخرين من حيث مستوى الربح قبل الفوائد والضرائب اللازم لتغطية التكاليف الثابتة للتمويل (٦٠٠ ألف في حالة القروض المصرفية و٩١٧ ألف في حالة الأسهم الممتازة)، بالإضافة إلى كونه يحقق زيادة في نصيب السهم من الربحية تقدر بنحو ٠,٩٥ (جنيه/سهم) عن بديل الأسهم الممتازة وبنحو ٠,٩٠ (جنيه/سهم) عن بديل الأسهم العادية.
٨. من تحليل النتائج الظاهرة أعلاه، وكذلك مما يشير إليه الرسم البياني لتحليل التعادل المالي يمكن القول بأنك ستكون أكثر ميلاً للمفاضلة بين التمويل بإصدار أسهم عادية والتمويل من خلال القروض المصرفية فكلاهما يحقق نصيب للسهم من الربحية أكبر من بديل الأسهم الممتازة، بالإضافة إلى أن نقطة التعادل تقع عند مستوى ربح قبل الفوائد والضرائب يمكن أن يتحقق دون مشاكل بعد الأخذ في الاعتبار المخاطر المتعلقة بالشركة.

الخلاصة : يعتبر تحليل نقطة التعادل المالي بين الربح قبل الفوائد والضرائب ونصيب السهم من الربحية واحداً من عدة أساليب تستخدم للوصول إلى القرار النهائي بشأن اختيار مصدر التمويل الأمثل.

اعتبارات خاصة بتوفير تمويل إضافي

والآن عزيزي القارئ إن كنت قد قررت الميزج التمويلي الأمثل فعليك أن تعلم أنه قد يكون هناك بعض التعديلات التي قد تحتاج إلى إدخالها على هذا الميزج أخذاً في الاعتبار آراء المحللين ومؤسسات التصنيف الائتماني والمستثمرين والبنوك تجاه شركتك.

ويوضح الشكل التالي العوامل المختلفة التي يتوجب عليك دراستها والخطوات التي ينبغي القيام بها قبل الاتجاه لطلب تمويل إضافي من جهات خارجية.



أهداف ومتطلبات جهات التمويل المختلفة

حتى تستطيع أن تلبي رغبات الجهات المختلفة التي قد تحتاج إلى التعامل معها للحصول على التمويل اللازم لتنفيذ استثمارتك عليك أن تعرف هدف كل جهة والأسئلة المختلفة التي تعنيها. وقد أوجزنا ذلك في الشكل التالي:

البيان	المستثمرون والمحللون الماليون	المساهمون	مؤسسات التصنيف الائتماني	حملة السندات القائمة	البنوك	المليونرون
الهدف	تقييم أسهم الشركة لإعداد توصيات للمستثمرين	تعظيم قيمة السهم	قياس مخاطر عدم القدرة على السداد للسندات القائمة والجديدة	تأكيد حماية الأموال التي تم إقرضاها للشركة	قياس مخاطر عدم القدرة على سداد القروض والفوائد	إرضاء المساهمين عن طريق تعظيم قيمة حقوق الملكية
الأدوات المالية المستخدمة	<ul style="list-style-type: none"> ريحية السهم نمو رحية السهم مضاعف الريحية السعر للقيمة الدفترية 	<ul style="list-style-type: none"> القيمة الحالية للتدفقات النقدية مضاعف الريحية 	<ul style="list-style-type: none"> النسب المالية المتعلقة ب: <ul style="list-style-type: none"> قدرة المنشأة على توليد تدفقات نقدية درجة الرافعة المالية المخاطر 	<ul style="list-style-type: none"> النسب المالية المحددة في اتفاقية التعاقد 	<ul style="list-style-type: none"> النسب المالية المتعلقة ب: <ul style="list-style-type: none"> السيولة الرافعة المالية 	<ul style="list-style-type: none"> ريحية السهم نمو رحية السهم
التساؤلات التي يتم طرحها عند التحليل	<ul style="list-style-type: none"> كيف يؤثر التمويل المطلوب على نتائج مضاعف رحية الشركة مقارنة بمثيلاتها من الشركات؟ 	<ul style="list-style-type: none"> كيف يؤثر التمويل المطلوب على سعر السهم؟ 	<ul style="list-style-type: none"> كيف يؤثر التمويل المطلوب على قدرة المنشأة على سداد التزاماتها؟ 	<ul style="list-style-type: none"> كيف يؤثر التمويل المطلوب على معدلات أمان سداد الالتزامات القائمة؟ 	<ul style="list-style-type: none"> كيف يؤثر التمويل المطلوب على قدرة المنشأة على سداد إلتزاماتها؟ 	<ul style="list-style-type: none"> كيف يؤثر التمويل المطلوب على العلاقة مع المساهمين؟
ماذا يرضيهم؟	<ul style="list-style-type: none"> الزيادة في رحية السهم نمو للمنشأة 	ارتفاع سعر السهم	<ul style="list-style-type: none"> معدلات تغطية مرتفعة نسبة رافعة منخفضة نسبة رحية مرتفعة 	<ul style="list-style-type: none"> الحفاظ على درجة التصنيف الائتماني أو ارتفاعها وجود شروط وقائية 	<ul style="list-style-type: none"> نسب سيولة مرتفعة نسب تغطية مرتفعة 	<ul style="list-style-type: none"> ارتفاع رحية السهم ارتفاع سعر السهم

والآن عزيزي القارئ سوف نتناول كيفية ترتيب أوراقك في ضوء اهتمامات الجهات المختلفة السابقة.

أولاً: المستثمرون/ المحللون الماليون/ المساهمون

إن كنت قد قررت تمويل استثمارك من خلال زيادة رأس المال، فهذا يعني أنك قد تلجأ إلى الأسواق الأولية وهي ما يطلق عليها أسواق الإصدار من خلال اكتتاب عام أو خاص وفي هذه الحالة سوف تحتاج إلى تحديد قيمة لأسهم شركتك. وهناك العديد من أساليب التقييم التي يمكن الاعتماد عليها، نذكر منها:

١-١ أسلوب القيمة الحالية للتدفقات النقدية

وقد تم التعرض له تفصيلاً في الفصل الثالث من هذا الكتيب.

٢-١ أسلوب ربحية السهم (EPS) Earning Per Share

يعتبر من أهم أساليب تحليل القيمة وأكثرها شيوعاً حيث أنه يربط سعر السهم في السوق ونصيب السهم من الأرباح. ويتم احتساب ربحية السهم طبقاً للمعادلة التالية:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الربح القابل للتوزيع}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية القابلة للتداول خلال السنة}} = \text{جنيه/السهم}$$

ويؤخذ في الاعتبار عند حساب المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية القابلة للتداول عدد الأسهم المصدرة أو المشتراة بواسطة الشركة خلال الفترة ويحسب متوسط مرجح لهذه الأسهم بنسبة فترة قابليتها للتداول خلال العام.

مثال:

يوضح البيان التالي تطور عدد الأسهم لإحدى الشركات خلال السنة المالية المنتهية في ٢٠٠١/٦/٣٠

التاريخ	التطور الذي حدث	عدد الأسهم بالآلاف	معامل الترجيح بالآلاف ^٢	المتوسط المرجح بالآلاف ^٣
١ يوليو ٢٠٠٠	عدد الأسهم القائمة	١٢٠	٣٦٥/٣٦٥	١٢٠
أول مارس ٢٠٠١	إعادة شراء أسهم المنشأة	(٥٠)	٣٦٥/١٢١	(١٦,٥٨)
١٩ إبريل ٢٠٠١	أسهم جديدة (اكتتاب عام)	٧٤	٣٦٥/٧٢	١٤,٦٠
٣٠ يونيو ٢٠٠١	عدد الأسهم القائمة	١٤٤		١١٨,٠٢

وبافتراض أن صافي ربح الشركة بعد الضرائب ٨٠٠ ألف جنيه وإن توزيعات الأسهم الممتازة (الغير قابلة للتحويل) تبلغ ٢٠٠ ألف جنيه فيمكن احتساب ربحية السهم طبقاً لما يلي:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{٢٠٠ - ٨٠٠}{١١٨} = ٥,٠٨ \text{ جنيه}$$

وفي بعض الأحيان قد تصدر الشركة أوراقاً مالية قابلة للتحويل - بشروط محددة - إلى أسهم عادية ومن هذه النوعية:

- الأسهم الممتازة.
- السندات.
- خيار شراء الأسهم^٤ الذي تعطيه الشركة لمديريها/ موظفيها.

وفي مثل هذه الحالات يؤخذ في الاعتبار عند احتساب ربحية السهم إمكانية تحول تلك الأوراق المالية إلى أسهم عادية واحتساب ما يعرف بالعائد المخفف على السهم العادي طبقاً للمعادلة التالية:

$$\text{العائد المخفف للسهم العادي} = \frac{\text{صافي الربح القابل للتوزيع} + \text{العائد الثابت الذي كان سيدفع للأوراق المالية القابلة للتحويل}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية القابلة للتداول خلال السنة} + \text{معادل الأسهم العادية لكافة الأوراق المالية القابلة للتحويل}}$$

بصرف النظر عن إمكانية ذلك التحويل

^٢ معامل الترجيح: فترة قابلية الاسهم للتداول خلال السنة إلى إجمالي أيام السنة

^٣ المتوسط المرجح: عدد الأسهم مضروباً في معامل الترجيح

^٤ خيار شراء الأسهم: هو اختيار يعطى لأعضاء مجلس الإدارة والمديرين والموظفين الحق في شراء عدد من أسهم الشركة - بسعر محدد عادة ما يكون أقل من السعر الذي يباع به السهم في السوق - ويكون ذلك في إطار خطة منح العاملين فرصة تملك بعض أسهم الشركة.

في المثال السابق نفترض أن:

- توزيعات الأسهم القابلة للتحويل ٤٠٠ ألف جنيه لعدد ٥٠ ألف سهم
 - السندات القابلة للتحويل بيعت بقيمة اسمية عند الإصدار قدرها مليون جنيه وتحمّل كوبون معدله ١٢٪ ويتم التحويل بمعدل ١٠ أسهم لكل سند ويسعر تحويل ١٠٠ جنيه.
 - المديرون يملكون اختيار لشراء أسهم قدره ٤٠ ألف سهم
 - معدل الضريبة على الأرباح ٤٠٪
- وبذلك تصل ربحية السهم إلى ٤,٩٢ جنيه طبقاً للآتي:

$$\text{العائد المخفف للسهم العادي} = \frac{(٠.٤ - ١) \times (١٢\% \times ١٠٠٠) + ٤٠٠ + ٢٠٠ - ٨٠٠}{٤٠ + ١٠ + ٥٠ + ١١٨}$$

$$٤.٩٢ = \frac{١٠٧٢}{٢١٨} =$$

وبمقارنة معادلة احتساب ربحية السهم بمعادلة العائد المخفف على السهم العادي يلاحظ الآتي:

١- أضيف إلى بسط المعادلة:

- توزيعات الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية
- فوائد السندات القابلة للتحويل (الفائدة الاسمية مطروحاً منها الوفورات الضريبية)

٢- أضيف إلى مقام المعادلة:

- ٥٠ ألف سهم من الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.
- ١٠ آلاف سهم تمثل عدد الأسهم التي يمكن أن تصدر في مقابل السندات حيث أن القيمة الاسمية للسندات تبلغ مليون جنيه وصدرت بمعدل تحويل ١٠ أسهم ويسعر تحويل للسهم قدره ١٠٠ جنيه وهو ما يعني أن القيمة الاسمية للسند ١٠٠٠ جنيه وعدد السندات المصدرة ١٠٠٠ سند (١,٠٠٠,٠٠٠ / ١٠٠ جنيه).
- وبذلك يكون عدد الأسهم المتوقع إصدارها مقابل تلك السندات هو ١٠ آلاف سهم.
- ٤٠ ألف سهم تمثل الأسهم المقابلة لاختيار الشراء.

ويرتبط بربحية السهم مؤشر هام هو مضاعف الربحية الذي يعكس قيمة ما يرغب المستثمرون في دفعه مقابل كل جنيه من الأرباح المحققة بالشركة ويتم احتسابه طبقاً للمعادلة التالية:

$$\text{مضاعف الربحية} = \frac{\text{سعر السوق للسهم}}{\text{ربحية السهم}} = \text{عدد مرات}$$

ويسمح مضاعف الربحية بالمقارنة بين أسهم الشركات المختلفة ويعد من أهم وأكثر المعدلات المالية استخداماً ويكون - عادة - مرتفعاً للشركات التي تتمتع باحتمالات كبيرة للنمو. وإذا انخفض هذا المضاعف مقارنة بمتوسط القطاع الذي تنتمي له المنشأة فإن ذلك يكون إما مؤشراً سلبياً يدل على ارتفاع المخاطر المتعلقة بالمنشأة أو انخفاض فرص نموها أو الاثنين معاً وإما مؤشراً إيجابياً يستحق الدراسة حيث أن السهم قد يكون متداولاً بأقل من قيمته الحقيقية وبالتالي يمثل فرصة جيدة للشراء من وجهة نظر المستثمرين في سوق المال.

٣-١ أساليب أخرى للتقييم

هناك معدلات أخرى تربط بين القوائم المالية للمنشأة والقيمة السوقية لأسهمها فسعر السوق لا يعني الكثير بدون إيجاد علاقة بينه وبين أداء المنشأة ومركزها المالي.

ومن أهم هذه المعدلات:

أ. سعر السوق إلى القيمة الدفترية

يمثل هذا المعدل نسبة السعر السوقي للسهم العادي إلى قيمته الدفترية. ويتم احتسابه طبقاً للآتي:

$$\begin{aligned} \frac{\text{القيمة الدفترية للسهم العادي}}{\frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}} &= \\ \text{سعر السوق إلى القيمة الدفترية} &= \frac{\text{سعر السوق للسهم العادي}}{\text{القيمة الدفترية للسهم العادي}} \end{aligned}$$

وعادة ما يزيد هذا المعدل عن الواحد الصحيح وهو ما يعكس رغبة المستثمرين في دفع ثمناً لشراء السهم يزيد على القيمة الدفترية له. ويكون ذلك أمراً طبيعياً في معظم الحالات حيث أن قيم الأصول يتم تسجيلها دفترياً طبقاً للنظم المحاسبية بدون تأثير التضخم أو اسم الشهرة.

ويتوقع للمنشأة التي تحقق معدل عائد منخفض على الأصول أن تكون نسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية منخفضة أيضاً. فعلى سبيل المثال نجد أن معدل السعر السوقي إلى القيمة الدفترية ينخفض عن الواحد الصحيح في بعض شركات الطيران نتيجة لضعف الأداء بها. بينما نجد شركة مثل ميكروسوفت تحقق معدل عائد مرتفع على الأصول، يترجم إلى نسبة مرتفعة للسعر السوقي إلى القيمة الدفترية.

ب. سعر السوق إلى التدفقات النقدية

هناك بعض الصناعات التي يرتبط فيها سعر السهم ارتباطاً وثيقاً بالتدفقات النقدية أكثر من صافي الربح أو القيم الدفترية. ويتم احتساب هذا المعدل طبقاً للمعادلة التالية:

$$\begin{aligned} \frac{\text{سعر السوق إلى التدفقات النقدية}}{\frac{\text{سعر السوق للسهم}}{\text{التدفقات النقدية للسهم}}} &= \\ \text{و تمثل التدفقات النقدية للسهم} &= \frac{\text{صافي الربح + الإهلاك + الاستهلاك}}{\text{عدد الأسهم العادية}} \end{aligned}$$

ويضيف بعض المحللين الماليين إلى بسط المعادلة السابقة التغير في احتياجات رأس المال العامل. وبذلك يعكس هذا المؤشر المبلغ الذي يرغب المستثمر في دفعه نظير الحصول على ١ جنيه من التدفقات النقدية التي تحققها المنشأة.

ج. الربح الموزع للسهم العادي

وتمثل هذه النسبة ما يتسلمه السهم العادي على شكل أرباح موزعة سنوياً ويتم احتساب هذه النسبة طبقاً للمعادلة التالية:

$$\frac{\text{الربح الموزع للسهم العادي الواحد}}{\frac{\text{الأرباح الموزعة للأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}} =$$

وبصفة عامة تسمح كافة الأساليب السابقة بعقد مقارنات عادلة بين الشركات المختلفة من وجهة نظر كل من المحللين الماليين والمستثمرين والمساهمين سواء في حالات الإصدارات الأولية أو في حالات التداول اليومي في الأسواق الثانوية التي تختص بتداول الأوراق المالية المصدرة سابقاً والقائمة حالياً.

٢- مؤسسات التصنيف الائتماني وحملة السندات

هناك عدة مؤسسات دولية وشركات محلية تتولى مهمة تصنيف السندات طبقاً لجودتها أي تبويبها في فئات متجانسة من حيث احتمالات المخاطر الائتمانية وعدم الالتزام بالسداد أي عدم دفع الفوائد المستحقة في التواريخ المحددة والوفاء بقيمة الدين في تاريخ الاستحقاق. ويوضح الجدول التالي تدرج تصنيف السندات طبقاً لأساليب تقييم كل من شركة موديز وستاندرد أند بور العالميتين:

المؤسسة	الجودة العالية	الدرجة الاستثمارية	دون المستوى	فئة المضاربة
موديز	Aaa Aa	A Baa	Ba B	Caa C
ستاندرد أند بور	AAA AA	BBB A	BB B	CCC D

ويتضح أن السندات ذات التصنيف (AAA) أو (AA) تعتبر آمنة لدرجة كبيرة وتمثل الجودة العالية. أما السندات ذات التصنيف (A) أو (BBB) فتعتبر من الدرجة الاستثمارية. وتزداد درجة المضاربة من التصنيف (BB) وما يليه من تصنيفات. وتنتمي الفئة الأخيرة من تصنيف السندات إلى ما يطلق عليه سندات (الخردة) التي ترتفع فيها المخاطر الائتمانية وعدم القدرة على السداد بصورة عالية.

وبالإضافة إلى تصنيف الحروف وتضيف وكالات التصنيف الائتماني أرقاماً أو علامات بعد الأحرف للدلالة على الفئة الفرعية لمجموعة السندات ضمن التبويب الأوسع. فمؤسسة موديز تستعمل الأرقام (١-٢-٣) للدلالة على قوة السند فالرقم (١) الأمتن ورقم (٣) الأضعف مثال ذلك (Aa1) هو الأقوى و(Aa2) المتوسط والتصنيف (Aa3) يعتبر الأضعف ضمن تصنيفات (Aa). أما ستاندرد أند بور فتستعمل العلامات (+) أو (-) بعد الحرف للدلالة على الأمتن والأضعف.

ويحتل التصنيف أهمية خاصة من وجهة نظر الشركة المصدرة والمستثمرين (المقرضين) وحملة السندات فدرجة التصنيف تنعكس بشكل مباشر على تسعير السندات (أي سعر الفائدة عليها) وهو يمثل العائد للمقرضين من جهة وتكلفة التمويل للشركة المصدرة من الجهة الأخرى. ومن ناحية أخرى يؤثر التصنيف في حصول الشركة على اقتراض إضافي فكلما انخفض تصنيف السندات ارتفع العائد المطلوب من قبل المستثمرين (أي الفائدة على السند) وذلك نتيجة لارتفاع المخاطر.

تعتمد مؤسسات التصنيف الائتماني على الحسابات الختامية المدققة والتقارير النظامية الدورية بالإضافة إلى البيانات والمعلومات الموثوق بها بما في ذلك الحسابات المالية غير المدققة. وتشمل المعايير الأساسية المستخدمة في عملية تحديد مستوى الجودة متغيرات كمية تتمثل في النسب المالية ومعدلات التغطية ومتغيرات وصفية ترتبط بالجهة المصدرة للسند والشروط الوقائية التي تتضمنها نشرة الاصدار ونذكر من هذه المعايير - على سبيل المثال لا الحصر:

- مكانة الجهة المصدرة محلياً (أو دولياً) مقارنة بالشركات العاملة في نفس المجال وحجم مبيعاتها وربحياتها.
- مخاطر القطاع أو الصناعة وتأثرها بالتقلبات الاقتصادية وانعكاساتها على عوامل الطلب.
- استمرارية العوائد بمعنى تحديد قدرة المنشأة على الاستمرار في تحقيق أرباح في المستقبل، ولذلك يتم تحليل نسب العائد إلى رأس المال وهوامش ربح التشغيل وصافي الربح.

- كفاية التدفقات النقدية مقارنة بمديونيات الشركة ويتم في هذا الخصوص الاعتماد على معيار EBITDA والذي يتضمن الربح قبل الفوائد والضرائب ومخصص الاهلاك والاستهلاك ويعكس بالتالي التدفقات النقدية الناتجة عن النشاط الأساسي للمنشأة.
- معدلات تغطية الفائدة اخذاً في الاعتبار الرافعة المالية للشركة والالتزام بسداد مديونيتها.
- المرونة المالية بمعنى قدرة المنشأة على الاقتراض في المستقبل.
- بالإضافة إلى تطور التصنيف الائتماني خلال عمر السند القائم، يهتم أيضاً حملة السندات بمعرفة الأتي:
- عائد السند حتى فترة الاستحقاق.
- أسعار الفائدة السائدة في السوق حيث أن العلاقة طردية بينها وبين القيمة السوقية للسند.
- أجل السند، فكلما طال الأجل زادت المخاطرة.
- الشروط الوقائية التي تتضمنها نشرة الاكتتاب في السندات، فكلما توافرت شروط أفضل ارتفع مستوى جودة السند وإنخفاض معدل الكوبون الذي يحمله. ومن أبرز الشروط الوقائية المتعارف عليها:
- شرط تدبير موارد مالية بتكوين احتياطي على مدار عمر السند لسداد قيمة السندات عندما يحين موعد استحقاقها وذلك بدلا من مجازفة الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق.
- شرط توفير غطاء كافي من حقوق الملكية من خلال الحد من توزيعات الأرباح للأسهم العادية والحد من الاقتراض الخارجي.

٣- البنوك

بجانب سوق المال يمكنك عزيزي القارئ اللجوء أيضاً إلى المصدر التقليدي للاقتراض وهو البنوك. ولعلك تدرك ان الأنشطة الأساسية للبنوك تتمثل في جذب الودائع وتقديم القروض. ولتحقيق هدفها الأمان والربحية، تضع البنوك سياسات خاصة يسترشد بها متخذو القرارات ويلتزم بها المنفذون عند بحث طلبات الاقتراض للبت فيها واتخاذ قرارات بشأنها.

فإذا قررت اللجوء إلى البنوك عليك تقديم طلب للاقتراض إلى البنك يتضمن :

- قيمة القرض والهدف منه
- القروض التي سبق الحصول عليها
- أسماء البنوك التي سبق التعامل معها

وعليك أن تعلم أن البنك يهتم بالآتي (وهو ما يطلق عليه C's 5):

١. قدرة العميل (Capacity) ويقصد بها مدى امكانية قيامه بسداد ما عليه من خلال المعلومات التي يتم الحصول عليها من البنك ذاته ومن البنوك الأخرى بالإضافة إلى تحليل بعض المؤشرات والنسب المالية من القوائم المالية للمنشأة.
٢. شخصية العميل (Character) ويقصد بها رغبة العميل في سداد ما عليه من مستحقات في مواعيدها. ويعتمد البنك في الحصول على معلومات مفيدة في هذا الشأن على سجلات البنك و البنوك الأخرى والموردين.
٣. رأس المال (Capital) ويقصد بها نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي مصادر التمويل، فكلما ارتفعت هذه النسبة كلما زادت ثقة البنك في امكانية استرداد مستحقاته من العميل.
٤. الضمانات (Collateral) ويقصد بها الأصول التي يبدي العميل استعدادة لتقديمها للبنك كضمان في مقابل الحصول على القرض.
٥. الظروف المحيطة (Conditions) ويقصد بها مدى تاثر نشاط العميل بالحالة الاقتصادية السائدة أو المتوقعة.

وفي ضوء ما سبق يتولى البنك تحليل البيانات المتاحة عن القرض والعميل بهدف الحصول على اجابات للأسئلة التالية:

- ما هو حجم المخاطر المترتبة على إقراض العميل؟
- ما هو حجم العائد المطلوب (الفائدة) على القرض؟

ويعتمد التحليل المالي في هذا الخصوص على دراسة المركز المالي للعميل في ضوء المجالات الرئيسية التالية: السيولة، الربحية، الرافعة المالية (الاقتراض)، مدى امكانية تغطية الأعباء الثابتة من الأرباح المتولدة.

ويوضح الجدول التالي بعض النسب المالية المستخدمة في تحليل تلك المجالات:

مجال التحليل	النسب المالية المقترحة	بسط النسبة	مقام النسبة
السيولة	نسبة التداول نسبة السيولة سيولة الأسهم سيولة المخزون التام	الأصول المتداولة الأصول المتداولة-المخزون صافي الأسهم $360 \times$ رصيد المخزون $360 \times$	الخصوم المتداولة الخصوم المتداولة صافي المبيعات الآجلة تكلفة البضاعة المباعة
الربحية	معدل العائد المتولد من الأصول هامش صافي الربح معدل العائد على حقوق الملكية	الربح قبل الفوائد والضرائب صافي الربح بعد الضرائب صافي الربح بعد الضرائب	مجموع الأصول المبيعات حقوق الملكية
الاقتراض	نسبة الاقتراض نسبة القروض/حقوق الملكية	مجموع الأموال المقترضة مجموع الأموال المقترضة	مجموع الأصول حقوق الملكية
التغطية	معدل تغطية الفوائد معدل تغطية الأعباء الثابتة	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب صافي الربح قبل الضرائب + الأعباء الثابتة	الفوائد الأعباء الثابتة

ويمكن للبنك وضع اتفاق شرطي يعطيه الحق في وضع قيود على التصرفات المستقبلية لإدارة المنشأة. كما يمكنه أيضا طلب تقديم رهن في صورة أوراق مالية أو مخزون سلعي أو مباني أو قطعة أرض. وتمتد سياسة الاقتراض في البنوك لتشمل متابعة القروض والإطار الذي في ضوئه تتم معالجة القروض المتعثرة.

التزامات شركتك في حالة اللجوء إلى سوق المال للحصول على تمويل إضافي

يتطلب الحصول على تمويل إضافي لشركتك من سوق المال بعض المستندات يجب عليك الالتزام بها.

فقبل اصدار أية أوراق مالية قد تحتاج إلى اللجوء إلى أحد البنوك الاستثمارية المتخصصة في تقديم النصائح والاستشارة في هذا المجال، وقد تتعدى خدماتها النصائح والإرشاد لتتضمن مهمة بذل أفضل الجهود البيعية لتسويق الإصدارات الجديدة مقابل عمولة توزيع.

وفي بعض الأحيان تتولى هذه البنوك الاستثمارية مهمة التغطية والاسناد وذلك يعني تحمل مخاطر شراء الأوراق المالية المصدرة بغية إعادة بيعها لحساب البنك الاستثماري مع تحمل عواقب احتمالات انخفاض السعر.

ولا يعد الاكتتاب العام السبيل الوحيد لإصدار أوراق مالية فمن الممكن ان تتولى الشركة المصدرة - من خلال شركات الترويج والاكتتاب - الإتصال بعدد من كبار المستثمرين والمؤسسات المالية لترويج الأسهم أو السندات التي تعتزم إصدارها. ويتوقف ذلك بالطبع على إذا ما كانت رغبة الشركة المصدرة هي طرح أسهمها للتداول العام أو الاقتصار على الطرح الخاص.

وعليك أن تعلم أنه عقب الإصدار سوف تخضع تعاملاتك في سوق المال إلى رقابة الهيئة العامة لسوق المال والتي تتولى الرقابة على الشركات المدرجة بالسوق وعلى عمليات الإصدار والتداول ويتضمن ذلك:

- مراجعة وإعتماد محتويات نشرات الاكتتاب/الإصدار.
- متابعة التزام الشركات المقيدة في البورصة بتقديم بيانات دورية للهيئة بما فيها القوائم المالية لمراجعتها.
- الرقابة على تعاملات المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة والموظفين في حالة تداول أسهم المنشأة لتفادي التلاعب من خلال الاستفادة من المعلومات الداخلية بالشركات وذلك حماية لمصالح المتعاملين بالسوق.

ويستدعي ذلك الإفصاح والشفافية أخذاً في الاعتبار أن نشر البيانات بصفة دورية يعني تحمل شركتك لتكاليف اضافية..

لمزيد من المعرفة عن الاستثمار اقرأ هذه الكتيبات:

مقدمة عن الاستثمار في سوق المال بمصر: يقدم لك هذا الكتيب فكرة عامة عن سوق المال المصرية، وأهم المشاركين بها، وأكثر المصطلحات شيوعاً في هذا المجال.

كيف تختار أدوات الاستثمار: يشرح لك أكثر أنواع الأوراق المالية تداولاً في البورصة، ويبين لك خصائص كل نوع منها.

كيف تدبر استثماراتك: يعرض نظرة أكثر عمقاً لكيفية تخطيط المحافظ المالية والاستفادة من الاستراتيجية العامة للاستثمار.

ولمزيد من المعلومات حول قراءة وتفسير القوائم المالية أطلب من شركة السمسرة التي تتعامل معها نسخة مجانية من: "دليل المستثمر لقراءة التقارير والقوائم المالية" الذي أصدرته الجمعية المصرية للأوراق المالية.

توفر الجمعية المصرية للأوراق المالية هذه الكتيبات وغيرها من المطبوعات مجاناً، كما يمكن الحصول عليها أيضاً من مختلف شركات السمسرة وبورصة القاهرة والإسكندرية.

توزيع:

ECMA الجمعية المصرية للأوراق المالية
Egyptian Capital Market Association

This publication is distributed free of charge and is not for resale

توزع هذه النشرة مجاناً وغير مصرح بإعادة بيعها

